全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.zhelin.net
财经易文

MONEY MAVERICKS

Confessions of a Hedge Fund Manager

有些人称对冲基金经理是一些“怪人”，有些人称他们是“彻头彻尾的疯子”，而更多的人称他们是“恶魔”：他们行事诡秘、腰缠万贯、见不得人。但是，这些说法公平吗？

对冲基金经理笔记

来自伦敦金融城深处的报道

［丹麦］拉尔斯·克罗耶（Lars Kroijer）／著
孙忠／译



中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
比其他期货公司低10倍 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财经易文 学习的伙伴

MONEY MAVERICKS

Confessions of a Hedge Fund Manager

对冲基金于20世纪50年代兴起于美国，最初只有少数人参与，后来迅速发展成为一个规模达到数万亿美元的全球性行业。一直以来，对冲基金产业被人们不公平地描述为“收费赌场”。但实际情况并非如此。对冲基金的管理者是一群极其聪明的人，他们试图完成一项极度困难的任务：战胜市场。如果失败，他们就会立刻遭到市场严厉的惩罚，而如果成功，他们将得到丰厚的回报。

本书将对冲基金经理工作和生活中最真实的一面展现给读者。作者从哈佛大学商学院毕业之后短短几年内就创办了自己的对冲基金，所管理的基金金额一度高达10亿美元。能够在如此短时间内从一名普通毕业生成长为伦敦金融城里有市场影响力的基金掌门人，在外人看来，这也许就是对冲基金行业的魅力。作者以自己的亲身经历表明，对冲基金不是邪恶的赌场，在这里看不到阴谋，看不到糜烂的生活，对冲基金经理经常创造奇迹，但前提是你要足够聪明，非常聪明，能够发现别人看不到的市场机会，为客户创造价值，还要能够抵御诱惑。对冲基金行业不是神秘的游戏，但它的确将人类的理性和洞察力发挥到了极致。



陈列类别：金融投资

ISBN 978-7-5095-2939-3

9 787509 529393 >

定价：39.80元

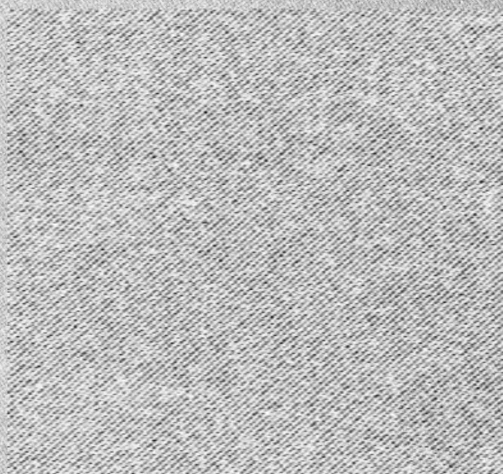
责任编辑：刘占彬
电子邮件：win@ewinbook.com
封面设计：华乐功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金经理笔记

拉尔斯·克罗耶（Lars Kroijer） 著
孙忠 译

Money Mavericks



中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

对冲基金经理笔记：来自伦敦金融城深处的报道/（丹）克罗耶（Kroijer，L.）著；孙忠译. —北京：中国财政经济出版社，2011.6

书名原文：Money Mavericks：Confessions of a Hedge Fund Manager

ISBN 978 –7 –5095 –2939 –3

Ⅰ.①对…　Ⅱ.①克…　②孙…　Ⅲ.①对冲基金—研究—英国　Ⅳ.①F835.615

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 105963 号

著作权合同登记号：图字 01 –2011 –1389 号

责任编辑：刘占彬　　封面设计：华乐功
版式设计：孙志云　　责任校对：孙志敏

Lars Kroijer
Money Mavericks：Confessions of a Hedge Fund Manager
ISBN 978 –0 –273 –73198 –6
Copyright © Pearson Education Limited 2010
This Translation of MONEY MAVERICKS：CONFESSIONS OF A HEDGE FUND MANAGER, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.
All rights reserved. No part of this book may be reproduced in any form or by any electronic or mechanical means including information storage and retrieval systems without permission in writing from its publisher.
本书中文简体字版由 Pearson Education Limited 授权中国财政经济出版社出版。未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社出版
URL：http：//www.cfeph.cn
E-mail：win@ewinbook.com
（版权所有　翻印必究）
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号　邮政编码：100142
发行电话：010 –88190406
三河市祥达印装厂印刷　各地新华书店经销
787×1092 毫米　16 开　16 印张　171 千字
2011 年 8 月第 1 版　2011 年 8 月北京第 1 次印刷
定价：39.80 元
ISBN 978 –7 –5095 –2939 –3/F · 2490
（图书出现印装问题，本社负责调换）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 言

本书呈现给大家的是一家对冲基金的兴衰历程，从2002年我设立基金开始，直到2008年2月年我将所有外部资本返还给投资人。6年来管理这一基金的过程是对我的智力和忍耐的极限挑战。在本书中，我试图向读者解释，在对冲基金从幽暗神秘的状态浮出水面成为街头巷尾话题的年代中，管理对冲基金的人在做些什么，又是如何做的。

之所以动手撰写这样一本书，主要是因为我觉得外部人士所获得的有关对冲基金的信息往往是不充分的。对冲基金最初只是美国一小部分投资人的投资工具，后来成长为全球性的价值高达上万亿美元的投资活动。这一产业经常被不公正地丑化为收费赌博，业内人士都是掷骰子论输赢的赌徒，或是像麦道夫那样骗钱的坏蛋[①]。然而，根据我在这个行业中10年的经历来看，这一看法并不公平，而在我管理霍尔特资本基金大量账户的过程中也从未看到过这种情形。我所了解的是，这一行业的从业人员多为沉迷于投资活动的智力超群之辈。他们花费大量的时间进行复杂的财务分析，寻找帮助其投资人获利的技

① 麦道夫（Bernard L. Madoff），犹太人，美国金融经纪人，前纳斯达克主席，后设立了自己的对冲基金——麦道夫对冲避险基金。他利用自己的经历和名望设计了一种庞氏骗局（多层式投资骗局），令投资者损失500亿美元以上，其中包括众多大型金融机构。2008年12月12日，麦道夫被逮捕，2009年6月29日被判处150年监禁——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巧。而一旦失败，惩罚将是迅速而又严厉的。当然成功后的奖励按普通标准看也是巨大的，也许是太大了。这份工作确实令人激动，但并不像绝大多数人所想象的那样。

人们经常将“对冲基金”（hedge fund）挂在嘴上，仿佛人人都知道或者应当知道它是什么意思。对我而言，对冲基金是指投资于极为广大范围资产类别的投资基金，它们所管理的投资的风险特征差别很大。有些对冲基金的投资策略十分狭窄，其他许多投资基金则会在同一基金内部采用多种不同的策略。像共同基金一样，对冲基金的经理向投资人收取基金管理费用。对冲基金的特殊之处在于，基金经理还会向投资人收取基于投资收益的绩效费用。对于这些经理人，绩效收入才是真正的收入大头。对冲基金的投资人可能是富有的个人，不过更多时候是机构，比如银行、捐赠基金、保险公司或母基金[①]。对冲基金投资者的共同愿望是试图获取不受市场波动影响的收益。在媒体上，对冲基金经常被描绘成不顾后果的风险投资，以频繁进行股票交易为特点。有些对冲基金的确是这样的，不过更多的对冲基金所承担的风险实际上小于普通股票市场，并且经常连续数年持有证券而不是频繁买进抛出。正如你猜想的那样，对冲基金所使用的对冲工具包括卖出借入的股票（卖空）或购买保护性工具以防范由于股票市场下跌、信用违约或类似事件的影响，从而对投资风险进行对冲。如果你还有兴趣进一步了解对冲基金，维基百科上面的说明是一个很好的参考。

我自己有关对冲基金的知识始于哈佛商学院。在那之前，我的职业生涯就是一个中规中矩的金融专业人员：哈佛大学经

① 母基金（fund of funds）是指投资于对冲基金的基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济学学士，之后进入纽约投资银行拉扎德公司（Lazard Freres）经受严格的学徒训练。对于一个来自丹麦哥本哈根北部的孩子，这也许算是不同寻常的经历。不过，总的来说，在银行业工作的规则、过程和发展方向通常是很清楚的，并且在一定程度上也是可以预料到的。但对冲基金则是一个完全不同的世界。我选修了默顿教授（Robert Merton）的课程，他当时刚刚以其在期权领域中的研究成果而荣获诺贝尔经济学奖。默顿教授此前即以布莱克—肖尔斯—默顿期权定价模型（Black-Scholes-Merton option-pricing formula）而知名，当时他更加出名的是长期资本管理公司引人注目的收益，默顿是这家公司的合伙人①。我跟他还算熟悉，于是到他的办公室请教与对冲基金行业相关的机会。会面没有产生结果，因为他只能影响长期资本管理公司，而后者当时并不招人。此后，长期资本管理公司很快陷入崩溃，亏损了几十亿美元［参见洛温斯坦的出色作品《拯救华尔街》（*When Genius Failed*）］。默顿成了代表这家失败的对冲基金的公众人物而受尽嘲弄，尽管他很少参加日常运营。

在我看来，长期资本公司的倒下并不意味着对冲基金本身是有问题的。相反，我越是琢磨这类投资，就越能发现它的优点。在这个行业中，一群非常聪明的人试图完成一项几乎不可能的任务：打败市场。他们所运用的金融、经济和数学工具都是我所喜欢的，他们关心的是事情的真相，包括企业、行业、

① 长期资本管理公司（Long Term Capital Management，LTCM）成立于1994年，管理团队中包括几位明星投资专家和诺贝尔经济学奖获得者。其投资策略是“市场中性套利”，即买入被低估的有价证券，同时卖出被高估的有价证券对冲风险，投资决策的依据是基于电脑运算的复杂的证券分析模型。该公司成立后，多年保持着极好的投资收益，但由于数学模型中对小概率事件的忽略，在1998年国际金融危机爆发后投资组合失败，同年9月被美林、摩根等公司接管。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济、社会，尤其是市场心理学和人类心理学。我认为这项工作是对真实生活的研究，其中市场代表着有时并不公正但总是铁面无情的仲裁者，他在绝大多时候会奖励高质量的工作，惩罚不称职的人。对冲基金行业吸引我的地方正在于此，那里没有虚伪的规则，一切由精英说了算。

> 对冲基金行业吸引我的地方正在于此，那里没有虚伪的规则，一切由精英说了算。

根据不同的定义，对冲基金行业的历史不过几十年，其真正意义上的起飞是在 20 世纪 90 年代中期。今天，对冲基金管理的资金已经多达 2 万亿美元（使用财务杠杆之前），只是在 2008 年 9 月金融危机后大约减少了 25%。这一产业的成长源自越来越多的个人和机构投资者开始关注“市场不相关收益”（uncorrelated return）的概念，也就是即使在熊市中仍然能够获利的投资技术。至少将部分投资分配给那些在下跌的市场中同样能够获利的投资工具，这无论如何都是一个不错的想法。早期的一些对冲基金取得了耀眼的成就，并且它们的投资收益似乎与更大的资本市场的整体表现不相关，这一投资机会也因此吸引了更多的资金。显然，许多人（包括我自己在内）看出了对冲基金投资者队伍扩大的机会，需要建立起新的基金才能满足日益增长的需求。随着资产规模的增长，一些对冲基金变得空前强大和活跃，开始干预人们所熟知的企业的管理。对冲基金组织机构的不透明，加上不为人知的基金经理，因而成了最坏的资本主义的代表，经常被一些对此实际上一无所知的公众人物作为邪恶势力的代名词加以评论。

在我心目中，对冲基金经理都是投资大师，他们逐浪于金融产业中发展最快、最不可预测的部门。他们个性坚强，自我驱动，不理会任何传统智慧的约束：着装规定？见鬼去吧；年龄根本就是狗屎；他们根本也不会将大公司放在眼里。在这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行当中，唯一重要的是能否获得与投资人所承担风险相匹配的巨额收益。

我初涉对冲基金的经历始于纽约的一家价值型基金，它所管理的资产在我加入后没多久就从 6 亿美元减少到 4000 万美元（和我没有关系，不过后来人人都是这样说的）。在那之后，我返回欧洲，加入了一家管理数十亿美元资产的对冲基金 HBK，在这家基金的伦敦办公室负责公司合并套利[①]的投资业务。经过一番痛苦的内心挣扎，2002 年春天，我下决心离开了相对安全的 HBK 职位，创建了名为“霍尔特资本”（Holte Capital）的对冲基金。这样，30 岁生日之后不久，我就开始和一位大学时的好友一起独立闯荡金融世界了。当然这样说可能有些狂妄自大。

我希望本书的读者注意，霍尔特资本只是对冲基金的一个类型，对冲基金本身可谓千差万别。对冲基金的投资策略和个人风格差别很大，将其简单地总结为某种类型只能是误导。然而，从另一方面来看，霍尔特资本基金的故事除了我们特有的东西之外，的确也包含了许多对冲基金的指标式因素。这是一个关于天真、拒绝、傲慢、泡沫快速膨胀、狂妄有时还怀有憎恨的一段经历。当然，从另一方面来看，它也是一个由成功、野心、友谊、勇气和爱编织起来的故事。与其他一些有关金融世界的作品不同，这里面没有毒品和性，这让出版商颇为失望。霍尔特资本基金的故事中不会出现 2 万美元一瓶的红酒，也没有涉及可卡因的耸人听闻的传言。在我从事金融工作的这

① 合并套利（merger arbitrage）是对冲基金的一种投资策略，在两家公司合并前买入它们的股票，而在合并后出售。在合并过程中，由于市场担心合并失败，合并公司的股价往往下跌，而一旦合并完成，股价就会回升。由于这种股价变动的现象相当普遍，对冲基金往往将这一业务归类为无风险利润——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些年里，我也从未看到过这些东西。尽管我的确看到了许多戏剧性的场景，有些场景的出现和消逝几乎间不容发，但多数则会伴随一段为时不短的压力慢慢增加的过程。我经常觉得，6年来经营霍尔特资本的经历仿佛是一场持续演出、场景模糊的人生戏剧，胜利与失败相交替，场景的变换迅速而又无情。如果你过去曾经认为对冲基金的世界是由黑暗中的力量所驱使和精心策划的，那么我希望后面讲述的故事能够让你在阅读中获得自娱的同时，也会对这个行业有更清楚的认识。

如果你过去曾经认为对冲基金的世界是由黑暗中的力量所驱使和精心策划的，那么我希望后面讲述的故事能够让你在阅读中获得自娱的同时，也会对这个行业有更清楚的认识。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

导 言 …… (1)

第一部分 筹备霍尔特资本基金

第1章 入行对冲基金 …… (3)
祝你好运，劳伦斯 …… (3)
回到基础 …… (7)
加入对冲基金部落 …… (8)
更多面试和尖锐的问题 …… (12)

第2章 大胆投入 …… (17)
成为“公司”一员 …… (17)
痛苦的决定 …… (18)
离职 …… (25)

第3章 对冲基金的设立 …… (28)
世界总部 …… (28)
主承销商的游戏 …… (31)
尴尬凡尔赛 …… (34)
公司进入正轨 …… (42)

第4章 路演，路演 …… (45)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章　蹒跚起步 …… (54)
站到起跑线上 …… (54)
与百分数战斗 …… (59)
度日如年 …… (60)

第二部分　霍尔特资本基金的成长

第 6 章　米老鼠基金 …… (67)
第 7 章　突破的日子 …… (74)
步入轨道 …… (74)
猎头电话 …… (77)
巨大的突破 …… (80)

第 8 章　越做越大和拜见行业教父 …… (84)
越做越大 …… (84)
拜见行业教父 …… (87)

第 9 章　大买卖开始了 …… (93)
花钱，快乐 …… (93)
资产在闪光 …… (95)

第 10 章　我们的公司制 …… (98)
向员工支付 …… (98)
扩大团队 …… (100)
短视症 …… (104)

第 11 章　积极的投资人 …… (107)
谢绝胡扯 …… (107)
发现交易，扩大利差 …… (109)
Bure 和公司掠夺者 …… (111)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章 真实的一天 …………………………………………… (118)

第三部分 奋斗在一线

第 13 章 接受实际的考验 ……………………………………… (131)
与 1 亿美元擦肩而过 ……………………………………… (131)

第 14 章 当大街上流血的时候 ………………………………… (140)
伦敦地铁爆炸事件 ………………………………………… (140)

第 15 章 我们的优势 ………………………………………… (146)
难以言说的“优势” ……………………………………… (146)

第 16 章 像大公司一样 ……………………………………… (152)
一间比较像样的基金公司 ………………………………… (152)
暴发户的生活 ……………………………………………… (157)

第 17 章 朋友和竞争对手 …………………………………… (161)
第 18 章 和经纪人打交道 …………………………………… (166)
你得到的服务还好吗? …………………………………… (166)
乐趣和游戏 ………………………………………………… (170)
错过了价值 10 万英镑的高尔夫课程 …………………… (173)

第 19 章 我们真的值这么多钱吗? ………………………… (176)
昂贵的相识 ………………………………………………… (176)

第四部分 滑向险境

第 20 章 寒意袭来 …………………………………………… (187)
精疲力竭 …………………………………………………… (187)
离开的理由 ………………………………………………… (189)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留下来的理由 …… (190)
卖空一家好公司 …… (192)

第21章 糟糕的一天 …… (196)
这一天的开始 …… (196)
雪上加霜 …… (201)

第22章 连阴雨 …… (205)
投资人的雪崩 …… (208)

第23章 打包回家 …… (213)
静静的纪念日 …… (213)
计算身体上的损失 …… (216)
熄灯离场 …… (217)

第24章 回顾霍尔特资本基金 …… (219)
我们失败的借口 …… (219)
结论 …… (222)

第25章 对冲基金算是安全的投资对象吗? …… (227)
对另类投资的另类选择 …… (227)
投资什么? …… (228)
建立多元化的投资组合 …… (230)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分

筹备霍尔特资本基金



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
入行对冲基金

祝你好运，劳伦斯

1998 年，我在哈佛商学院已经读到第二年，对冲基金还没有出现爆炸性的增长。相反，当时最热门的是互联网创业公司。如果你有机会住在阳光灿烂的加州做出改变世界的壮举，何必还要费力气研究现金流量和 5 年期财务预测呢？当时我已经将暑假用在一家私人投资公司 Permira 打工，这些工作似乎是最理想的选择。我也曾经在麦肯锡工作过，不过管理咨询工作不对我的胃口。就这样，我抱着模糊的愿望打算进入私人权益（PE）投资领域。就在这时，我的朋友丹（他后来创立了管理数十亿美元资产的对冲基金）建议我到几家他熟悉的对冲基金碰碰运气。在同一周中，又有一位教授建议我考虑参与对冲基金所提供的运用多重金融工具的工作。

我机械地按照丹的建议向那几家对冲基金发出了简历。我并不清楚它们是做什么的，只知道这是一伙朝气蓬勃、不受常理约束的人。我还记得自己 22 岁时在纽约 Lazard Freres 银行打工时的情景，那些咄咄逼人的投资者不停地打电话想要知道我所做的投资交易的细节。我的老板告诉我不要理睬这些人。“他们只是一些对冲基金。”他这样说，仿佛对冲基金是一种传染病。现在我已经知道他们是一些合并套利投资者，只是想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一桩特殊的并购交易中获取利润。

第一次面试是在佩利资本公司（Perry Capital）纽约办公室，我见到了理查德·佩利（Richard Perry）本人。佩利当时就是，并且至今仍然是对冲基金产业界的大腕，管理着总计数百亿美元资产的多个对冲基金。老早以前，他的身家就已经达到数十亿美元，只是我还从未听说过他的名字。所以我的想法还是像典型的商学院学生一样傲慢："去看看这家伙会说些什么，是不是值得我去做。"这种哈佛商学院一贯自以为是的派头，源自近乎变态的自大，总觉得其他人都应该相信我是最优秀的，并且随时准备给我一份报酬适当的工作。

与佩利会面的想法一点也没有使我激动。我回忆起在 Lazard 公司时从事的合并套利分析工作的情景，那就像是一家疯狂的新闻调查机构，所以我以为在佩利公司也会看到同样的景象：地毯上全是烟头烫出来的洞，员工对着电话大叫大嚷，相互之间也用恶毒的语言对骂。我想象佩利可能是一个矮小、肥胖、谢顶的烟鬼。出人意料的是，办事人员引领我走过一间装饰富于艺术气息的办公室，来到开阔楼层的另一端高管风格的会议室。佩利本人的形象也令人吃惊：高高的个子，皮肤晒成健康的黑色，显然是一位很会照顾自己的优雅绅士。

他口才很好，态度谦和，对我的背景、丹麦的家庭和业余高尔夫球手职业很感兴趣。他对我反复练习的笑话和八卦报以得体的微笑，仿佛这些并不是他重复听过多少次的东西。然而，我对他本人和对冲基金的了解也就只限于上面这些了。

寒暄过后，他问道："那么你对我们的工作了解多少？"

"坦率地讲，不是很多。我刚刚开始了解对冲基金行业。我的朋友和教授都认为你所做的业务和我的兴趣十分相配。"

佩利有些疑惑："但你是否知道我们是做什么的？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“唔，我知道你们主要投资于公共市场证券，比如股票和债券，以获取绝对的回报为目标。我猜想你们可能会运用很多衍生品工具来实现对冲，我对这些业务很感兴趣。我的毕业论文就是有关权益看涨期权方面的。”

在其他面试中，每当我提到我的权益衍生品论文，对方总会有些尊敬的反应，但这次没有。佩利点点头，仿佛他是一名教师，刚刚判给我一个 C 的成绩，但还要再给我一个额外的教训。

他进一步逼问道：“你有没有特别感兴趣的股票或投资。”

“坦率地讲，没有。”我回答道，被他初期的友好完全迷惑了。“我没有特别密切地跟踪股票市场。我认为股票市场十分有效率，如果你想打败市场，就必须全力投入，随时获取最高质量的信息。如果做不到这些，最好还是将钱投入指数基金，或者对冲基金，这是理所当然的。”我突然想起我自己是在什么地方讲话，赶快加进了最后一句话。这就像是汽修师说他其实对汽车并不是真正感兴趣，或者兽医说动物实在是令人讨厌。

佩利的反应是克制的。“你说的当然可能有些道理。但是在我这里工作的人都有丰富的股票市场投资经验，并且真正对此着迷。”他试图向我证明，但我明显地忽略了他的开场白，摆出一副“我了解理论，你说这些究竟有什么意义”的嘴脸。

佩利明白自己显然挑错了人，白白浪费了 30 分钟时间，但他还是勇敢地做了最后一次努力，尽管已经掩饰不住越来越明显的恼怒。

“看来你对证券市场缺乏兴趣，你对我们或我们的工作也不熟悉。那么请问你为什么还要发简历给我们?”

“是这样。我对一般意义上的投资很感兴趣，也曾经在私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人权益（PE）投资银行工作过，我觉得在那里的工作经验十分有趣。现在看来，我对这个行业的了解还十分肤浅。我只是听了一位对冲基金经理的话，觉得您这里可能适合我。”说这些话时，我尽力表现得自然。

“你可以走了，”佩利说，“回去先想想对冲基金是不是适合你，你自己究竟想做什么。然后我们再找机会谈。”

“好的。如果我有什么想法还会和您联系。”我故作轻松，仿佛这是我自己而不是他做出的决定。佩利将我的简历还给我，“祝你好运，劳伦斯。”天呐，我正准备告诉他我的名字是拉尔斯（Lars），这是丹麦人的名字，不过转念一想还是算了，只向正在出门的佩利轻声道了个谢。

在这次面试中，佩利给了我两个教训，在当时的痛苦和尴尬被淡忘很久后我仍然记得它们：

1. 不要自大。在见佩利之前我手上已经有了不少其他公司的工作邀请，难免有些沾沾自喜，觉得自己无所不能。当自信心膨胀到不适当程度时，你就活该被人羞辱。

当自信心膨胀到不适当程度时，你就活该被人羞辱。

2. 批评意见也可以是有用的。佩利的羞辱激发起我对这一产业的热情，此后十年时间里，我一直在这个行业中奋斗。

一年后，我又碰到了佩利。我提起我们初次不愉快的会面，以及那次经历如何激发我学习了对冲基金的知识，并且懂得了为人谦恭的重要性。

“那是我在这行工作 20 年来最不满意的一次面试。”他告诉我，脸上带着理解的微笑。我不由得想，这同样也是我自己有生以来最糟糕的一次面试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到基础

佩利的面试给我带来了很大的震动。在商学院两年的时间中，我好像已经见过无数的私人权益（PE）投资人、顾问、投资银行家和互联网创业家，一般来说我对他们的工作都有相当多的了解。几百个不同国家和行业的工作机会在等待着我们。当时互联网企业的概念已经兴起，许多“砖头 + 灰浆”公司以为，招聘新毕业的商学院学生可以帮助他们应对新经济的挑战。许多学生手里捏着四五份工作邀请函。还有一些则打算开办自己的互联网相关企业，所有的人都在校园里为那些即将成为下一个微软的公司（这是在 Google 出现之前）物色二号人物。

我还记得在一次课上，亚马逊公司 CEO 杰夫·贝佐斯在70 名学生面前发表有关公司战略的演说。第二年，他的演说场地不得不搬到学校里最大的会议厅，在附近的房间里还有大屏幕直播。有这么多学生计划一出校门就开始创业，似乎新企业的风险变小了。如果你的公司失败了（许多项目的确失败了），马上就会有一长串资金充裕的老同学等着聘用这些拥有互联网产业经验的管理人员。这就是说，只要是试过的，就会让人觉得你已经“酷”得不得了。

但是，我总觉得这不是我应当走的路。在我看来，最有可能在新技术产业中脱颖而出的应当是既有商业头脑又有技术天才的人。虽然我自认还算有点儿商业头脑，但在技术方面则完全没有天赋。

对冲基金之间千差万别，外人对其经营内幕知之甚少。你在招聘会上不会看到对冲基金招聘的广告，在同学录上也没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样一个类别，你找不到人可以咨询这个产业的知识或提供哪怕是最基本的招聘线索。

我在一年前就加入了学院的投资管理俱乐部，50 美元的会费只换来了一件用于炫耀的 T 恤衫。我天真地以为只要在简历中加上俱乐部会员的资格就可以让我看上去像是一个投资管理界的成功者。我开始慢慢地建立起有关这一行业工作和领先人物的知识。我从业内人士（全是男性，这行里几乎没有女性）那里得到的反馈都差不多：这项工作的头绪不是很清楚，没有严格的内部等级，有才的人马上就能得到上级和同事的认可，而没有天赋的人则会死得很惨。工作的性质是创业性的，只要你认为有机会，可以从任何有趣的角度寻求业务。一旦成功，回报将是巨大的。当然，每一支基金都是不一样的，所以具体工作还是差别蛮大的。例如，固定收益或统计套利基金高度依赖数学技巧，而另一些买空或卖空基金的运作则更接近于传统的选股操作。

加入对冲基金部落

最后，我选择了一家名为 SC 基本面（SC Fundamental）的对冲基金。面试时，基金创始人彼得·科莱利（Peter Collery）给我留下了深刻的印象，我至今仍然认为他是我所遇到过的最聪明的人士之一。价值投资的原理大致就是用 5 毛钱的价格购买实际上值 1 块钱的东西，这家公司经常关注那些没有人感兴趣的股票，它们的赢利前景不足以吸引人，因此交易价格与资产相比十分便宜。彼得在价值投资这一行里已经干了很多年，成就斐然，他管理着资产 6 亿美元的基金，本人也很富有。千万不要从外表对他下判断。彼得长得又瘦又高，戴一副

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硕大的圆边眼镜，总是穿着磨破了的运动鞋、露出毛边的牛仔裤和皱巴巴的 T 恤衫。在第一次面试时，他就拿出一份 10-K 报告（年报的扩展版本）考问我对其中一张图表的看法。这张图表细致地描述了这家人寿保险公司如何对潜在员工赔偿要求（compensation claim）的长期负债进行会计记账，以及如何通过持有特定的匹配资产来防范风险。彼得给我设下的陷阱是我也许会认为资产和负债是不匹配的，然而负债的现值实际上比直观看上去要低一些。两个大男人坐在办公室里喋喋不休地讨论一家人寿保险公司的长期负债，这听上去有些令人伤感，然而我们却乐此不疲。这不是在比谁知道的时髦投资词汇、掌故更多或见解更流行。彼得对时尚的词汇一无所知，我们的游戏更像是猜谜，找出其他人所忽略的信息。

> 两个大男人坐在办公室里喋喋不休地讨论一家人寿保险公司的长期负债，这听上去有些令人伤感，然而我们却乐此不疲。

我之所以接受 SC 基本面公司的职位主要就是冲着彼得。他说公司准备拓展新的市场，如果一切顺利的话，他希望我能在 2～3 年内到伦敦去开设一个办事处。这一前景对我很有吸引力。我的起薪是每年 10 万美元，公司保证第一年的奖金为同样数额。这与我在 Lazard 公司的待遇相比可谓大幅度提高。另一个吸引我的地方是，在这家公司里不会有在其他公司都会碰到的那种充满火药味的粗鲁言谈。

有一次面试时，我的面试官坐在对面死死盯着我足足一分钟，然后才开口："拉尔斯……你不想挣钱做真正的有钱人？我收藏了一堆古董车，在汉普顿[1]有一栋价值 2000 万美元的豪

① 汉普顿（The Hamptons）是纽约长岛东端著名的富人区——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宅，就在玛丽·米克[①]家不远，我能让你变成真正的富翁。”说完这一大通后，接下来才开始介绍他自己的逐日交易[②]方法。相反，彼得的行为方式就像是一个好学的投资人，他喜欢做市场研究的过程，将自己的分析和市场领悟能力巧妙地结合起来为投资人赚取巨大的利润。

我很高兴自己能够找到对路的工作。我是 1998 年从哈佛大学商学院毕业的，从毕业后到去 SC 基本面公司上班（秋季）前还有一段时间。我先是去阿根廷待了几个月，在教书的同时学习西班牙语。然而人算不如天算，正当我还在布宜诺斯艾利斯没完没了地品尝牛排和红酒时，传来了 SC 基本面公司合伙人拆伙的消息。三名合伙中的一位打算自立门户。这一变故正赶上公司当时业绩不佳，SC 基本面公司的前景变得极不确定。

上班第一天，彼得和我进行了一番入职谈话。公司过去一年景况不佳，有合伙人内斗拆伙的原因，也有投资策略的原因。这家基金对一些认为估值过高的互联网企业做了卖空操作。看来这将是公司有史以来第一次出现亏损。彼得对一些投资人的反应感到很失望，多年来他已经帮助他们赚了很多钱，可是就因为公司破天荒地发生了一次亏损，他们就要撤资赎回。12 个月后，已经有 2/3 的投资遭到赎回。

我在公司里拥有独立的办公室，这对于一名刚刚从商学院毕业的分析师来说算是一项特殊待遇了，这也是我有生以来第一次拥有独立办公室。下面几层就是著名的 UBS（瑞银集团）

---

① 玛丽·米克（Marry Meeker）是美国风险投资家，华尔街著名证券分析师，特长为互联网业务，曾被《大亨》杂志称为网络女王——译注。

② 逐日交易（day trading）是同一交易日内反复买入卖出金融工具获利的投资技巧，通常在交易日结束之前结清所有敞口头寸——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的私人理财部门，在这家大公司经理们的眼中，像彼得这样“乞丐相”的人想必是混过门卫的检查才溜进这样堂皇的大厦。这是我第一次介入积极的资产管理业务，开始的时候我并不知道应当从何处下手进行公司分析。未经深思熟虑，我就着手建立起一张 30 页篇幅的 Excel 模型，这个模型拥有令人印象深刻的预测能力，然而模型的前提假设却并不牢靠。彼得看了看打印出来的似乎无穷无尽的黑色数字，很快决定将模型放在一边。他问我：“模型的假设是从哪里来的?”这就是我学到的第一个教训：在对冲基金行业如何使用投资银行式的大型金融模型。技术可能是有用的，但你要千万小心，不要落入“输入狗屎，再输出狗屎”的陷阱。

我对身处投资第一线感觉不错。在 Lazard 银行，我就像是一台机器，可以随时吐出无数个金融模型而不用深思所分析的公司的真正行为。而在这里，所有的工作都围绕着分析对象公司的行为和前景。在 Lazard 公司，我经常要加班加点匆忙将 PPT 拼凑起来，然后就只能待在幕后，参加会议没我的份儿，我不了解真正的行动是什么。而在 SC 基本面公司，我不仅仅是一名团队成员——我就是团队。从想法到投资的过程相当简单、直接：找出有利可图的交易→进行研究→征求彼得的意见→完成交易。

不幸的是，我在 SC 基本面公司的快乐时光持续了不到一年的时间。对那些本以为“估价过高”的网络公司所设的空头遭遇了不断的反弹，继 1998 年基金净值下跌 6% 之后，1999 年第一季度基金净值下跌了 14%。尽管我本人赞同彼得的价值投资判断，但结果毕竟是很吓人的。正如一位朋友所说：“互联网正在改变我们对更好生活的向往，难道你打算对抗这一潮流?”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剩下的投资人显然赞同我这位朋友的观点，他们无情地抽走了几乎所有的外部资本，最终只剩下彼得和少数几位朋友。基金管理的资产减少到 4000 万美元，没有理由再维持一支 10～12人的专业投资分析团队。彼得让我们开始找工作。他没有表示他自己是否会继续坚持，但即使他坚持下来，所需要的也只是一名交易员和老朋友、CFO 尼尔。

在 SC 基本面公司的短暂时光给我留下了美好的回忆。我对投资人变脸的速度感到吃惊。一家已经连续 10 年绩效优异的基金，只因为 15 个月的糟糕表现就被投资人迅速、毫不留情地抛弃，无怪乎对冲基金经理们如此专注于短期收益。任何时候，只要你偏离赚钱的轨道，惩罚都将转瞬而至。

更多面试和尖锐的问题

从哈佛商学院毕业还不到一年，我又回到了招聘市场，就像是其他 50% 的哈佛商学院毕业生一样，他们也都在一年内离开了第一份工作。到那时为止，我已经在波士顿和纽约生活了差不多十年时间，我决定争取将伦敦作为下一份工作的地点。我最初的计划是毕业后先在纽约待上三四年，然后代表 SC 基本面公司在伦敦开设办事处，但 SC 基本面公司不期而至的挫折让我的计划没了着落。我认为可以将计划提前到 1999 年来实现，因为此时伦敦正处在金融繁荣的前夜。另一个理由则是私人性的，伦敦离我的家人更近一些，我的丹麦新女友（现在已经是我的太太）普克也会觉得在伦敦生活更舒适。

尽管 SC 基本面公司不至于关张，它的工作质量是有目共睹的，不过已经有不少的前雇员准备开设自己的对冲基金，他们也乐于向我分享。通过这种朋友的朋友的网络，我终于有机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会和纽约的一位有权势的新对冲基金经纪人——水库资本公司（Reservoir Capital）的丹·斯特恩（Dan Stern）坐到一起喝咖啡。在30秒之内我就已经明白，丹几乎认识这个圈子里的每一个重要人物。我开始介绍我如何喜欢对冲基金产业，还不到半分钟，丹就做一个停止的手势。

“你不用在我身上浪费唾沫，”他说，“你不会喜欢这里的工作。我们是一家种子资本公司，我想你不适合这样的工作。请直接告诉我你想做什么，然后我们看看应当找哪些人来和你谈谈。”

我对他的轻慢态度有些恼火。尽管我做了准备，想要给未来的雇主留下尽可能好的印象，不过这些信息基本上还是诚实的。在我短暂的职业生涯中，我有机会了解投资银行业（Lazard 公司）、管理咨询业（麦肯锡公司）、私人权益（PE）投资公司（Permira）和对冲基金业（SC 基本面公司）的内幕。尽管其中两份工作不过是暑期实习，但我还是觉得自己对各种产业有了相当深入的了解，足以支持我做出专注于对冲基金的决定。我告诉丹，虽然听上去可能有些枯燥，但这些都是我的真实想法。我还说自己一直有创业的想法，希望在条件允许时建立一家我自己管理的对冲基金，不过这并不是什么惊人的想法。听到这里，丹又一次注视着我，他笑了。“等一下。”他边说边拿起手边的电话打给一位“朋友”。

“嗨，拉里，我是丹，”他说，接着被对方所讲的笑话逗得笑了一会儿，“听着，我这儿有一个小伙子，他想找一份对冲基金的活儿，最好是在伦敦。你现在招人吗？是，我当然知道，你总是在寻找最适合的人选，这个人可能就是你理想的对象。”不到两分钟时间，丹就为我安排好了与 HBK 投资公司的拉里·莱博维茨（Larry Lebowitz）的面试。这是一家设在达拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯的对冲基金，声名赫赫，回报很高，最重要的是，它在伦敦有一间办公室。3 分钟后，丹又帮我联系到纽约另一家有意在伦敦开设办事处的对冲基金 Orch-Ziff，丹·欧奇（Dan Och）将会对我进行面试。离开的时候我和他开玩笑："认识你就行了，还要猎头干什么？"

我在 HBK 花了一天时间与所有的高级职员会面，然后又到伦敦和这家 4 人办事处的两名头头进行面试。在达拉斯，我又出了另一个绝不该在面试时出的大糗：我问这家公司的创始人哈兰·科兰维（Harlan Korenvae），HBK 这个名字是怎么来的？幸运的是他觉得我只是在开玩笑，笑了笑之后说："你想必不会觉得意外，我的中间名字打头的字母正是 B。"

就在要乘坐红眼航班去伦敦的那天，我坐在位于市中心的办公室里，靠在舒适的转椅背上，一边无意识地用圆珠笔在耳朵眼里转来转去，一边读着分析资料。突然，我听到耳朵里发出了"噗"的一声轻响，赶忙将笔从耳朵里取出来，为自己的愚蠢感到懊恼。疼得并不厉害，我没有多想就去了机场。在飞越大西洋的时候，我的耳朵开始痒得厉害，不得不用另一支笔来抠它。然而情况毫无好转。

尽管已经开始出现听力下降的症状，我还是勉强支撑着去见萨姆·莫兰（Sam Morland），他在伦敦办事处负责在欧洲的风险套利和网络企业资本化交易业务。另一位是贝克·詹垂（Baker Gentry），他负责可转换债券的交易业务。贝克来自达拉斯，显然他才是这两位之中真正的"内部人"。

萨姆讲话的声音不高，带着一种温和的风度，将自己的超群智力和好奇心隐藏起来。我实在是不好意思告诉他我的愚蠢行为，只是说耳朵感染有点严重（后来也的确变得很严重），如果我对他提出的问题没有反应，只不过是因为我实在听不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清。萨姆笑了笑，说了些我听不清的话，然后递给我一堆数学/金融方面类似考题的东西，显然是想表明数学的语言与听力无关。贝克则问了一些比较一般性的问题，例如我的背景以及为什么会对 HBK 感兴趣。他向我介绍了自己是如何开设伦敦办事处的，尽管他本人主要负责可转换债券交易，但他们更希望我在风险套利和特别事件①交易方面做出成就。他以一种正常的怀疑态度说："在我眼里，每一次事件都有可能是特别事件。"我喜欢这里的工作气氛，感觉我和萨姆间相处愉快，他正是我的顶头上司。

过了不久，我的耳朵问题更加恶化。显然，我需要专业医师的治疗，但我决定推迟。在前往希思罗机场返回美国的路上，我的耳朵开始出现跳痛，我甚至犹豫着要不要在登机前先去看急诊。接下来的 8 个小时里，我在 47F 座位上被挤在一位相扑选手似的大汉和另一位恐怕是"30 分钟吃热狗比赛冠军"之间痛苦不堪。我的耳朵更痛了，好像有人用钝针不停地往伤口上扎，整个头部都疼的不得了。我向身边的所有人求救，索要止痛片。最后总算有一个好心人给了我一瓶泰诺，我一下子往手心里倒了 5 片，匆匆吞下，整个航班上我一共吞下了 16 片。随着意识开始模糊，疼痛好像有所缓解，我用力嚼碎药片，想让它快速进入我的血液。

抵达肯尼迪机场后，我立刻打了一辆出租车赶到我的住处——格林威治村贝福德街附近第 12 街的急诊室。接诊员问了例行的问题："你现在还觉得疼吗？"没有等我回答，他就直接将我送进检查室。年轻的医生在检查时忍不住笑意："天

① 特别事件（special situation）是对冲基金的一种投资策略。特别事件是指可能导致被低估的股票价格突然上升的重大的、有利的情形，如公司即将上市一种利润特别高的新产品。公司清算往往也是特别事件投资的机会。特别事件投资属于高风险交易——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪，你怎么会那样做?”然后他叫来一帮同事给他们看我的病症。医生告诉我，现在我的内耳和外耳发生了感染，耳膜也破了。他开玩笑似的告诉我以后千万不要去深水潜泳，并递给我一小瓶水剂。我将药水倒进耳朵，清楚地感觉到药水穿过耳膜上的洞流进嘴里，有一股令人讨厌的消毒剂味道。早晨 3 点，我终于获准离开，带着足够大象使用的止疼药回到公寓，一口气睡了 14 个小时。

一周后，我恢复了健康，很高兴 HBK 公司给了我这份投资专家的工作。在过去七天里，我永久性地丧失了成为潜水员的乐趣，不过我得到了合并套利和特别事件投资的工作。伦敦在召唤……我满心期待着响应这一召唤。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
大胆投入

成为“公司”一员

HBK 公司成立于 20 世纪 90 年代初，一开始主要从事可转换债券套利。哈兰·科兰维过去在美林证券工作时就是可转换债券业务的负责人，他利用老关系筹集资金建立了自己的公司。从一开始，公司的收益就很不错。公司早期专注于单一投资领域，后来快速扩张到其他领域，如固定收益套利[1]、合并套利、新兴市场固定收益套利和特别事件投资。我是 1999 年 7 月正式加盟的，当时公司管理的资产总值达 15 亿美元，5 年后这一数字还将增加到过百亿。公司一共有 8 位合伙人，加上后台工作人员，公司员工总数 150 人。这家公司行事极为低调，后来几年里我遇到的对冲基金行业内部人士大都没有听到过这家公司的名头，尽管它实际上已经是世界上最大、利润最高的对冲基金了。

2000 年 1 月，互联网泡沫破裂，许多新的合并套利分析师不得不开始找新的出路。优秀的合并套利分析师往往并不是优秀的价值投资分析师，他们通常也不具备那种典型的投资银

① 固定收益套利（fixed income arbitrage），对冲基金的常用策略，利用债券市场定价机制失灵或缺陷寻求建立于合约之上的获利机会。对冲基金通常会在全球范围内寻找这类套利机会。由于利差通常很小，这种投资也被称为“赶在压路机开到之前捡起地上的分币”——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行中从事公司价值评估的丰富工作经验。这也正是我自认为可以为HBK公司带来价值的地方，为公司，也为我自己赚一些钱。在Lazard和SC基本面公司的工作经历让我学会了基础价值分析并且已经能够运用自如。我开始更多地关注特别事件交易，这种业务不仅需要价值分析，同样还要特别关注“事件”——一种可能帮助投资人实现利润的催化剂。所谓事件，可以是公司“拆分”（如将公司的一个分部独立出售，此时我就要评估剩余部分实体的价值），也可以是企业结构其他类型的改变或税务政策的调整影响到公司的整体价值，或其他任何可能影响公司价值的事件。我发现自己十分乐于从事这种综合性的分析，因为它将我两方面的技巧和兴趣结合起来：对事件影响的评估和寻找价值投资、发现企业赢利前景。

尽管萨姆是一个很优秀的老板，为人极其友善，而且HBK也是一家世界级的公司，但我很快就发现，HBK只能是我职业生涯中的一个段落，而不会是终点。我始终抱有一种创业的热情，在HBK工作两年半之后，我开始考虑建立自己的企业。

痛苦的决定

我决定创建自己的对冲基金，这一想法酝酿于2001年秋末，这时我已经在HBK工作了两年时间。我还只有29岁，却傻乎乎地以为自己对投资的了解已经非常全面了。一天晚上，我坐在公寓里，拿出一张纸，在顶部写下“如何创建对冲基金”。我思考了一会儿，最后决定有4件事是必须尽快决定的，否则就会办不起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 团队？
2. 战略？
3. 对冲基金的投资人？需要/不需要种子基金？
4. 创建对冲基金的过程和预算？时机选择？

前两者比较容易解决。我很早就决定由自己负责投资业务。尽管我认识许多人有能力和有兴趣担任联合投资经理，但我还是决定在一开始不求助于任何人。SC 基本面公司的经历告诉我，合伙人拆伙代价高昂，而这在对冲基金行业相当普遍。如果我可以在这一过程中将时间拖得久一些，然后再引入其他人参与投资决策，则我的股份可以少稀释一些。至于非投资业务方面的行政管理，我已经有了心仪的人选——布莱恩·欧卡拉汉（Brian O' Callaghan）。布莱恩和我从大学时代起就是好朋友，我们一直保持着联系。我们起初是在大学的经济学课堂上认识的，后来布莱恩邀请我加入他的联谊会（在哈佛，这类组织被称为终极俱乐部）①，我们变得更加亲密。大学毕业后，布莱恩先是做咨询顾问，然后是经纪人。他开办了一家网络公司，公司生意不好，正在走向没落。我了解布莱恩是一个诚实、聪明和勤奋的人，是一位理想的 CFO 人选。当然，他没有对冲基金的从业经验，但在我看来这只是不足挂齿的缺陷。我和布莱恩谈到创业的想法时，他认为这是一个令人激动的主意，立刻就开始搜集有关开办手续的信息。我当时就确信自己找对人了。

① 终极俱乐部（final club），哈佛大学特有的一种学生俱乐部形式。终极俱乐部独立于大学，拥有自己的不动产，成员选择极其挑剔，其中男生俱乐部的历史均超过 100 年。哈佛大学的学生俱乐部分为新生俱乐部、候选俱乐部和终极俱乐部三种，后者因为是学生在毕业之前可以加入的最后一个俱乐部而得名——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

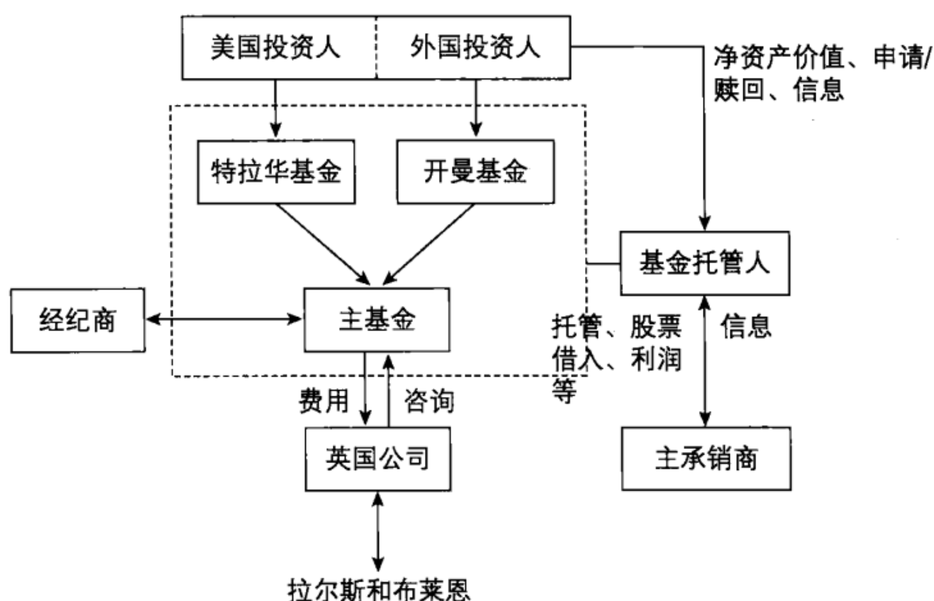
战略也不难。我将设立的是一支欧洲市场中性特别事件基金。今天，如果你提出这样的设想，人们会说，“什么？又来了一个。”不过，在当时还只有少数几家小型独立基金从事欧洲特别事件投资业务。此外，这也是我从商学院毕业以来一直从事的工作，没有理由不去继续利用这个有吸引力的市场。

难点在于第 3 个和第 4 个问题。投资人从哪里来？是的，就是这个问题。上哪里去找那些愿意把钱交给我管理并且付给我大额管理费的人？到基金发起前几个月，我在本领域中毫无信用记录的弱点就将暴露无遗。但在当时，我却天真地以为这不是什么严重问题。我亲眼看到别的朋友们只凭技术领域中相当可疑的商业计划就募集了大额资金，尽管后来都破产了。我本人并非出身豪门，不过我相信自己可以从有钱的朋友中募集足够的资金。我同样也很清楚，只有从 HBK 公司离职才有可能公开谈论资金事宜。在我获得自由身之后，我可以同主承销商商讨，这种公司里面设有支持对冲基金资金募集的专业团队。我还可以尝试同种子资本协商，它们通常会提供很大一笔资金以交换一定份额的股份。我的一位大学同学在酒醉后曾经向我吹嘘有一家种子投资人承诺用 7500 万美元交换他的企业 30% 的股权。尽管我一开始并不相信，不过我也在心里盘算：“如果你能募集 7500 万美元，我起码也能募集到 4000 万 ~ 5000 万美元。”

创办新的对冲基金并不需要花很多时间。假定你已经通过了必要的考试［英国金融服务管理局（FSA）注册所需要的资格考试，在美国则是通过证券业系列 7 考试］，有权代表你的新基金执行交易，然后就是等待 FSA 审批，通常需要 4 个月的时间。当然，这中间有无数的环节需要处理，但是，只要你有钱并且获得了 FSA 的批准，你总有办法迅速办好。成本是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个大问题。在 HBK 前两年的工作中，我的收入是每年 60 万美元，这对于刚刚从商学院毕业不久的人来说已经是个大数目了。不过这家公司规定 40% 的奖金将在未来 3 年内分期支付，并且只有你继续留在公司里才能获得，而扣税又占掉了不小的一部分，所以我在银行中的存款并不像想象中那么多。我显然称不上是那种人们想象中会为创建对冲基金一掷千金的寡头。经过几周的研究，布莱恩交给我下面这张图，描述了我们的财务结构。



“天呐，布莱恩，”我说道，“用不着这么复杂吧？”

“你以为呢？”他回答说，“我已经省略了 90% 的必要内容。你真的认为这事儿很简单吗？”

“那么加起来一共需要多少钱？”

“唔，关键是要将公司费用和基金费用区别开来。基金是投资人资金的存放地，图示是一个常见的主基金—注入基金（master-feeder）结构，由特拉华基金（Delaware fund）和开曼基金（Cayman fund）将资金注入主基金。任何与基金有关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用都是由投资人承担的，之后分期摊销。如果我们最终没有找到任何投资者或没有成功发起基金，那么我们将不得不自行承担所有这些成本，总共大约25万美元，这些主要是依法成立的过程中所发生的费用。”布莱恩解释说。

“事实上，这就是你要提防的地方。人人都在高收费，这些费用都是由投资人承担的。托管人会按年向你收取总资产的一小部分，然而如果你的总资产不多，那么这笔费用也会是问题，因为你还要支付最低限度的费用。同样，如果你的总资产不多，你在与主承销商和执行承销商谈判时也会处于不利的地位。尽管实际上是由你的投资人支付上述费用，但毕竟不利的条件会损害你的基金业绩，从而遏制你募集更多资金的能力。这是一个恶性循环。英国公司是我们俩实际控制的。所有的分析工作都要在这里进行。理论上，我们只是向主基金提出如何操作的建议，事实上我们控制着主基金，只要我们想做，主基金都会做。公司的主要成本是办公室、彭博终端机、IT设备和工资。”

布莱恩开玩笑说：“我提到工资了吗?”我们已经同意直到基金发起之前我们都不会领取工资，之后随着基金的增长再增加工资。

我问道：“所有这一切加起来要多少钱?”

“运营费用大概每月15000~20000万美元，不过还要考虑最短租期。就算是租用服务式办公室[①]，终止合同也要提前6个月，而彭博社的终端则要提前2年通知。如果终止合同，则未到期的服务仍需支付一半的费用。如果需要获得实时股价信息，还要支付更多，这都是你必须考虑的问题。还会有一些初始费用，如电脑、服务器、财务和清算软件、营销差旅费用，

① 服务式办公室是指办公设备和秘书等基本服务由出租方提供的办公场所——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过这些支出的价格这几年毕竟下降了不少。所以我们只要准备 10 万美元就够了。

“这样加起来你至少需要为公司运营预备 15 万美元，但同时还要做好准备，一旦基金发行失败，发起基金的成本也要自行承担。此外还有监管机构 FSA 规定的监管资本（服务式办公室），在银行户头上至少要保留 15 万美元以防我们突然破产。虽然这笔钱的性质并不是费用，但它消耗了你的资本，这又是一个 15 万美元。还要注意的是：你总是要养家糊口，因此应该考虑必要的个人支出。”

布莱恩拿出一张费用概要清单，这是我们向投资人宣讲时的资料之一。

公司成立预算概要（美元）

开办预算		第一年经营费用	
法律和会计	27000	彭博/路透	22500
租金保证金/中介	15000	租金	37500
招聘人员	7500	员工(2 名)工资	105000
家具	3750	簿记	3750
IT:硬件、软件	45000	外部合规	6000
IMRO(投资监管)	5036	专用网络接口	7500
基金营销差旅费用	45000	技术支持	7500
办公费用	7500	清算服务	7500
管制资本	155813	办公用品	30000
		差旅	30000
	311626	其他费用	15000
			227250

我不禁想：“这么大的支出，我的积蓄实在是少得可怜。”

2002 年初，布莱恩开始全力以赴进行紧张的筹备，我还继续留在 HBK 公司。我想拿到 2001 年的奖金之后再走。为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免布莱恩的四处活动透露出我的想法，他在所有的会议中都将我描述成一位年轻的投资明星，几个月后才会加盟。布莱恩告诉我，有许多回那些我们看中的服务提供商厌烦地看着他，让他回去等那个神秘人物来了之后再谈。不过，经过这一段时间努力，他至少了解到了谁是主要的决策者，服务的收费水平如何。然而由于我不能与会，终究很难判断我们的实际前景如何。布莱恩只能粗略地描述我的背景，大略介绍我们打算采取的投资战略。由于半个团队在出场时的缺失，整件事情看来有可能化为泡影。于是我们决定大胆赌一次，在我正式离职前几个月一起约见一位潜在的主承销商。布莱恩觉得接触过的贝尔斯登公司（Bear Stearns）算是比较靠谱的，尽管它只是一家二线公司，但不失为主承销商的好选择。即使我们在初次会议中看起来像是毫无希望的新手，因此失去贝尔斯登的生意，这种风险也还是可以承受的。反之，如果贝尔斯登的确非常认真对待我们，那我们也的确可以聘请它做主承销商。

布莱恩有一位朋友的互联网公司开在国王十字街（King's Cross）外一条阴暗的街道上，为了我们和贝尔斯登的会议，布莱恩借了一间办公室。我没有请假，而将会议安排在下午7点，我本人则提前30分钟与布莱恩商量谈判策略。我走在空旷的街道上，心里想道，选在这种地方开会不大可能成功地向贝尔斯登推销自己。这条街上有一所烧掉的房子、一家文身店、一家脏兮兮的烤串店、一家妓院，还有我们这家等待起步的对冲基金。我想至少对冲基金在这个环境中算是体面的生意。汤姆是贝尔斯登主承销业务销售负责人，他对这个地点倒是并不在意。“别担心，”他说，“我参加的前一次会议是在一条漏水的游艇上开的。”

汤姆是销售大师，他很快让我们感到舒适。“毫无疑问，”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他讲道，“我来这里的目的是为了给贝尔斯登拉生意。如果我不相信我们公司的条件极为优越，我本人也不会在这家公司工作（不久他就离开了这家公司）。不过你们也不用担心，现在有许多银行认为欧洲会是对冲基金猛烈成长的下一个地区。在目前这个阶段，没有几个发起对冲基金的人拥有像你这么好的简历，所以大家都会愿意将你作为承销的客户。当然，募集资金方面可能有些困难，不过主承销商的利益和你们是一致的，你们管理的资金越多，主承销商的利润越多，因此它们会努力帮助你们募资。”

这真是一个令人喜出望外的消息。我们已经花了几个月的时间考虑能否做成这个基金，现在一位业内资深人士告诉我们一切问题都将解决。

“好了，现在没理由不做了。”布莱恩说。

“好了，现在没理由不做了。”布莱恩和我一道走向火车站时这样说。

离职

在整个项目调研阶段，布莱恩和我忙于进行初步的咨询工作，我一直期待着早日离开 HBK 公司。但是，随着离职的日子一天天接近，我反而心生恐慌。2002 年 2 月 4 日，我将年满 30 岁，然而在对冲基金行业中，我还只不过是一个新手。最重要的是，我没有任何令人信服的经验，也没有多少实在的证据表明我能够为投资者赚钱。在 HBK 公司的交易结构中，尽管我知道自己的赢利和亏损数字，但无法提供独立的个人业绩核算数据，因为只有总体的公司绩效数据，我无法用来证明自己。

就在我回到丹麦与家人一起度圣诞的前几天，萨姆、贝克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和我一起进行业绩评估，他们给了我极好的评价，告诉我本年的报酬是 60 万美元。但是，一项特殊的规定可能迫使我们推迟几个月发起基金。HBK 的会计部门设计了一种税务结构，员工报酬支付采取一个我们都不大理解的系统。为了“不想给我们增加卷入细节的麻烦”，我们要到 5 月或 6 月才能拿到奖金，不过在那之前可以先给我们一份法律文书，载明几个月后这笔钱将交给我们。我在评估会上自然不能泄露将要离职的消息，心里却十分气恼。现在我必须继续留在公司，赶到我拿到那份文书，否则钱就到不了手。接下来的几个星期我隐晦地询问它什么时候会下来，然而贝克显然一点儿也不担心。“很快就有了。”他的口气是那种对自己在 HBK 公司继续任职毫无疑问的样子。我只好捺着性子接着等，同时保持开设基金的工作不要停顿。3 月间一个周五的下午，我正准备外出度假，贝克叫我到会议室开个小会。“你可能已经忘记了自己的绩效评估，”他这样说道，“不过，根据评估程序应当付给你 2001 年的奖金，我现在给你的这份文件就是奖金的法律文书。当然，这不过是个小的拖延。不管怎么说，它是你的了。”他将文件递给我。

“是吗，太好了，”我回答道，表现得尽可能平静，“下周度假回来后再见。”心里头我已经乐开了花。这份文件就像是开始新生活的证明书，从去年圣诞节前开始我就在等着这一天了。心腹之患已经解决，下一步该怎么办？现在轮到我出场证明自己已经为未来做好准备，准备好离开这个温室花园般报酬优渥的大公司，去追求所谓崇高的理想，不惜承担巨大失败的代价。我觉得自己等这一天已经等了几十年了，可是每次事到临头好像都能给自己找出暂缓行动的借口。现在终于到了放手一搏的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几天后我结束度假回到公司，找到萨姆向他递交辞呈。萨姆是一个极为出色的老板，对于我来说，辞职最大的损失就是让他失望了。我之前已经多次设想这次谈话的情景，但我还是对他所表现出来的震惊感到意外。当我说“决心自己闯一闯”的时候，萨姆很快地摇了摇头，要我再次确认所讲的话，以为自己听错了。绝大多数时间都是我一个人在谈话，解释我如何做好准备追求自己的梦想，不过和他在一起工作十分愉快，这让我的决定变得艰难。萨姆说，他看出我决心已定，尽管舍不得我离开，但他理解我的愿望。最后，他用鼓励的口吻说，他相信我会成功。

第二天，我向贝克辞行。他也十分友好，表示既然我已经做好了决定，他也就不打算啰嗦那些挽留我的话，免得再扰乱我的决心。我转身回到交易台，迎接我的是一片怪异的沉默，因为过去我几乎从未要求到会议室与老板谈话。接着贝克将萨姆叫进去商量善后，一位交易员笑着问：“你要走了，对吗?”我点了点头，开始整理自己的私人物品，假装对周围同事意味深长的沉默视而不见。

> 这是一个明媚的春日，我经过海德公园回家。在我心里，这是一个开始而不是结束。

我从楼梯上走下，走到戴维斯街（Davies Street），浑身上下有一种解放了的快感和微微的恐惧。这是一个明媚的春日，我经过海德公园回家。在我心里，这是一个开始而不是结束。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 对冲基金的设立

世界总部

至迟到 2002 年 4 月时，我们决心开动了。在这之前，我们已经花掉了太多的宝贵时间。就像许多一心创业的人一样，我们坐在星巴克里一边讨论征服商业世界的奇思妙想，一边喝掉无数杯脱脂卡布其诺。我们的计划是 10 月发起基金，到那时我们应该已经募集到足够的资本金了。布莱恩负责运营的部分，向 FSA 递交申请、租用办公室、购置 IT 设备。业务模式其实非常简单，我们帮别人管钱，同时向他们收取费用。我们的收费标准是年度投资总额的 1.5%，加上利润的 20%。这个收费水平属于行业标准（当然也有许多人收取 2% 的管理费），我们不打算降低收费标准，那样会让我们看起来像一家二流的基金。除了上述费用之外，投资人还要支付行政费用、法律和研究费用，以及与交易有关的费用，如交易经纪商、股票借贷等成本。我们希望能够募集到 4000 万 ~ 5000 万美元资本，不过很快意识到这比我们最初的设想要困难得多。回想起来，要是刻薄一点地讲，实际上人们会说这根本就是痴心妄想。如果募集到 5000 万美元，我们每年可以收到 75 万美元管理费。而如果每年的毛利可以达到 10%，我们的奖金就是 100 万美元（5000 万 × 10% × 20%）。对于新建立的企业，这个结果是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不错的。现在你也能明白为什么有那么多人琢磨着发起对冲基金了吧？

设立对冲基金的流程也同样简单：

1. 建立团队。
2. 招募基金主承销商。
3. 募集资金。
4. 发起基金。
5. 在证券上“高买贱卖”。
6. 发财，出名，享乐。

这个流程看起来再简单不过了。但是真正做起来可就不简单了。

公司和基金的名称霍尔特（Holte）是我起的，灵感来自我的故乡，一个丹麦小镇。我不会用自己姓氏命名基金，一个年龄不过30岁的投资经理，在这一行还没有任何有效信用记录，指望我的姓氏像其他投资明星一样传递经验、判断和吸引力？没门儿。后来我在丹麦参加了为数不多的商业会议，霍尔特这个名字招来了一些怀疑的眼光，我的丹麦同乡们很自然地会以为我代表的只是一家来自哥本哈根北部郊区的微型投资公司。不管怎样，这个名字让我们感觉到公司是自己的，更美妙的是我们不必求助于其他的神秘力量。

刚开始的时候，我们没有正式的办公室，电脑也是老旧的家用型，整个项目看上去似乎还不真实。布莱恩和我的办公地点就在我自己的公寓。公寓位于伦敦西部，地点十分理想，不过公寓本身却不值得一提。在我们这间办公室——被我们称为全球总部——单层玻璃窗的角落里有一处开裂的地方，天冷的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候我们只能点起电热器取暖。如果碰上难得的有太阳的天气，我们就会坐在兼顾起居、餐厅和厨房功能的空间里享受阳光，顺便再留下一点咖啡的污渍。我的女朋友普克也是在家办公的，有时待在这间办公室里不禁怀疑是不是有点太温馨了。布莱恩抱怨说，普克在场让他在厕所里不能安心阅读他最心爱的足球队阿森那队的体育新闻。这样简朴低调可能暗示着我的确是一个天生的企业家，但实际上我只是本性如此。以我在 HBK 的工资，我可以轻松地供养更好的公寓，但是贪便宜已经深入骨髓。普克总是抱怨："你留着那些钱做什么？照你这样，我们永远也花不完。"

我们在办公室，也就是客卧中装了一部电话，这样可以声称公司已经有了霍尔特专用的语音留言机。出乎意料的是，我们接到了罗斯玛丽（Rosemary）资产管理公司的森吉夫（Sanjiv）打来的电话。我完全想不出来他究竟是如何得到这个号码的。森吉夫说，他听说我已经离开 HBK 准备发起自己的基金，他想和我以及我们公司的 CFO 来一番快速的电话交谈，我们能不能抽出 15 分钟的时间。尽管我还在逐渐熟悉这个行业中有哪些重要的投资人，但罗斯玛丽毕竟大名鼎鼎。他们管理的资产大约有 100 亿美元，签发的支票面额通常高达 5000 万美元。因为太吃惊，我只是简单地回答说："好的，我去叫布莱恩来一起开会。"我根本没有想到应当跟他说我们会打回去，这样就可以给自己留出一点准备的时间。

"布莱恩，罗斯玛丽公司有人给我们来电话，他已经在线上等了。"我冲厕所的方向喊道，布莱恩正在埋头阅读阿森那队的资料。

"真他妈的，马上就来。"布莱恩回嚷道。

我将电话设置为静音，然后问桑吉夫，10 分钟后打给他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行不行。“当然，不过 30 分钟之后我有一个会。”他回答道。

我们手忙脚乱地汇总手头的资料。在此之前，我们还没有碰到过一个投资人，所以这是我们第一次认真地与投资人的会谈。我们把能找到的所有资料集中在一起，布莱恩拿着那摞有关行政事务的文件，我负责那摞与交易有关的文件。

布莱恩犹豫地问道：“你觉得他会问风险管理的问题吗?”

“我怎么会知道?”我回答说。

15 分钟后我们总算准备好，可以把电话打回去了。

“电话会议的按键在哪里?”当罗斯玛丽的接线员拿起电话时我低声问布莱恩。

“对不起，打错了。”布莱恩恶狠狠地看了我一眼，我赶紧把电话放下了。为了节省，我买了市场上最便宜的一款电话，现在才发现这个该死的家伙居然没有会议功能。

布莱恩和我开始激烈地争论现在该怎么办。“你是个十足的白痴。”我不停地咒骂自己，在这段时间里我还会经常这样骂自己。最后我们决定不再等待，这就给桑吉夫打电话告诉他我们的会议键出了问题，如果桑吉夫有什么问题要问布莱恩，可以由我来转述。就这样，我坐在地上开始了第一次的投资人会议，与布莱恩合用同一只听筒，我们的鼻子经常碰在一起。与之前的混乱相比，电话本身倒是没有什么可谈的。桑吉夫只是想知道我们的工作计划和基金什么时候开始发行，我们是否规定了种子基金加入的时限，还是打算完全由自己来募集资金，以及谁将是我们的主承销商。

主承销商的游戏

我们早已经知道，与摩根士丹利主承销商团队的会面对我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们而言很重要。摩根士丹利是欧洲最领先的主承销商，每一家新设立的对冲基金都想将它列入自己的主承销商名单。我们早就从行业内朋友那里听说过他们负责资本导入的团队是最大、最知名的。我们也很清楚，由于没有一位财大气粗的投资者为我们做资本垫底，主承销商与足够多潜在投资者联络的能力将决定我们的生存。

一旦投资人完成注入资金的所有法律文件，你的资金托管人会将钱汇入一个银行账号，当然会扣除少量基金费用，通常其余的钱将付给主承销商。这样，你就可以在市场上通过执行经纪人用这笔钱购买证券了。世界上能够提供这些基本服务的银行多得不得了，不过随着对冲基金行业的增长，一些大型的投资银行开始投入巨资建立专门为对冲基金提供服务的基础设施。在已经决定6个月后发起基金的时候，我们最担心的就是如何找到一家主承销商。

在已经决定6个月后发起基金的时候，我们最担心的就是如何找到一家主承销商。

所以，在前往摩根士丹利之前我们做了大量的准备工作。用布莱恩的话说，这叫“准备战斗”。当我们步出金融区地铁站（Canary Wharf）地下通道后，周围矗立的摩天大楼似乎在提醒我们，我们要去见的是真正有实力的公司。特雷弗（Trevor）是我们在摩根士丹利的联系人，他在接待处热情地接待了我们。他告诉我们已经安排了不少人准备和我们开会。特雷弗30岁出头，体格健壮，稍有些超重。他亲切地引导我们穿过一个由数百个工作站组成的“迷宫”进入了一间大型会议室，在这里可以清楚地看到卡波特广场（Cabot Square）和下方的水面。特雷弗稍后告诉我们，像他这样大模大样带新客户参观一定会引起高层的注意，他非常感谢我们与他保持联系。当特雷弗转身去叫他的同事们之后，我和布莱恩交换了一下眼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神。看来他们真的认为我们霍尔特基金是有前景的。

特雷弗回到会议室，带来一位同事。接下来是另一位，又一位，还有一位。后面的几位是自己进来的，最后一共有8个人坐了下来，其中包括3位董事总经理。当其中职位最高的一位开始讲话时，情况变得很清楚，摩根士丹利是在做自我推销。他们觉得我们很有可能募集到一大笔钱，也许是这个年度最耀眼的新星（想想看，现在还只是4月份），并且他们对我们已经做过的工作印象深刻，其实我们只不过列出了可能的服务商的名单，篇幅只有一页纸的计划书，还有我们的简历。我一直在想："我们并不是大热门，这点我很清楚。摩根口中那些不如我们的基金究竟是谁？"会议中途，在讨论他们将如何帮助我们募集资金时，有人建议我们去参加他们下周在凡尔赛举行的大型年度募资会议。我想，这才是真正的战斗，然后告诉他们我要查一下自己的时间表看能不能抽出时间。

我们的新朋友马蒂（Marty）从现在开始接手我们的项目，负责和霍尔特公司最终达成协议。马蒂40岁出头，参加投资银行业务并出任欧洲资本引导业务负责人的时间都不算长。他身高大约5英尺11英寸，拥有游泳运动员的体魄和用不完的精力。我记得他好像总是行色匆匆的样子，仿佛马上就要错过一场演出。马蒂的角色是帮助霍尔特募集资金，他到今天还是我私人的朋友。电梯门开了，我们忙不迭地与6个人依次握手，好不狼狈。现在，又只剩下我和布莱恩站在大街上，周围都是身穿昂贵套装的陌生人。

我和布莱恩禁不住兴奋得击掌为贺，这在我们之间是第一次也是唯一一次。我们在开会之前还以为我们不知道要费多少唇舌才能说服摩根士丹利愿意接受我们这样的客户，最后的结果却是只要我们指定他们做主承销商，他们就会承诺努力来帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助我们。我们确信已经找到了正确的主承销商，心情愉快地走回地铁站，仿佛刚刚从虎穴中出来，不但没有被吃掉，反而还颇有收获。我们开始设想，像摩根这样一家银行不可能眼看着一家他们如此看好的基金陷于失败，必要时说不定会用自己的钱来支持我们。当然，后来发生的情况证明，这只是我们的一厢情愿。在回来的路上，我们快速地交换着看法，满脑子都是远大前景，就像是年轻学生上气不接下气地向母亲报告他们刚刚得到的好分数。我们兴奋得难以自持，一派乐观的景象。

为了善始善终，我们接下去还见了其他9家潜在的主承销商。你可以想象，这些服务商之间的差别很大，有些看来根本就不具备必要的能力。最让人失望的是高盛，这家公司的代表花了30分钟的时间向我们解释募集资金将有多困难，但是如果我们愿意选择他们，他们将助我们一臂之力。也许我们没有找对人，不过他们的确没有承诺将我们推荐给一大批投资人，因此我们很轻松地否决了这家公司。现在看来，他们至少没有用美好的前景来哄骗我们。其他几家公司明白，如果我们选择了摩根或高盛，他们就会被排除在外。其中一家说：“如果你需要二级承销商，想着回来找我们。”无论如何，这个市场上的领导者已经承诺为我们募集资金，这也正是我们想要的。

经过对“繁忙日程”的一番研究，我告诉马蒂我很乐意到凡尔赛，并且我们已经决定请摩根做我们的主承销商。

尴尬凡尔赛

我怀着忐忑的心情来到凡尔赛特里亚农宫酒店（Trianon Palace）注册摩根士丹利公司主办的欧洲对冲基金论坛。为了省钱，我乘坐英国廉价航空公司EasyJet的早班飞机到巴黎，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后搭乘地铁从机场前往凡尔赛。为了不让自己看上去太寒酸（即使是按我自己的标准也显得有些寒酸），我决定放弃步行去特里亚农宫的想法，而是在火车站叫了一辆出租车，停在一长串豪华轿车后面。

“是克罗耶先生？我们正在等候您。”礼宾打过招呼后打铃叫来服务生，帮我拎着不到 10 磅重的包（里面装着我最体面的衣服）到了房间。服务生打开文艺复兴风格的双层门，展现在我面前的是一套令人眩晕的三间套豪华客房。每间房间里都悬挂着画成后不久就上了断头台的法国贵族的肖像，还有漂亮的金色镜子。室内安装了好几台大尺寸等离子电视，足有我自己公寓里电视机的 3 倍大。还有一张餐桌，通向洒满阳光的露台，站在露台上可以看到下面的花园，还有悠闲吃草的马匹。

“这个房间住几位客人?”我故意用开玩笑的口吻问服务生。他的表情似乎马上要爆笑出来，想了想还是忍住了，然后离开。

会议还有 2 个小时才开始，我冲了个淋浴，坐在露台上研究日程表。我不知道摩根士丹利是否为这间房间付费。我拿起电话准备问一下会议的接待，但又担心这样做让我显得像是没有希望和穷酸的新手。于是我改了主意，将电话打向前台。

“不，克罗耶先生。很抱歉，房费是要由客人自己支付的。您的套间的价格是 750 欧元，外加税金。”

“好的。我只是要确认一下。”我嘴上这样回答，心里却在盘算，“他妈的，开这么个破会两个晚上就要 2000 美元，这笔钱租用彭博社终端可以用好久。”

我已经在房间里淋浴了，屋子也被我弄乱了，现在离店至少要付一晚的房钱，不过我下定决心明晚绝不住在这里。欢迎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

晚餐会和不分组会议结束后不会有人注意到我溜出去，改住经济型酒店。那里的价格只有这里的 1/10，而我的心情则会平和一倍以上。

会议的第一个单元并不是面向对冲基金经理的。在这个单元中，追光灯打在母基金部门，人们讨论哪个经理会是下一个年度的明星。所有与会者都穿着笔挺的套装。许多人的神情仿佛在说："身为母基金的投资人，我对全局的认识本来就比别人更高一筹，不过我还是愿意屈尊听听你的意见。"看看他们的观点如何受市场左右是一件颇有乐趣的事情。其中一位认为信贷相关类对冲基金业绩将会很好，因为市场上资金充裕（如果他连续保持这一立场 4 年，而在 4 年后再来个大翻转，他将会取得出色的业绩。可是自那次以后，我再也没有见过他）。另一位认为市场将会反弹，德国的投资将会有一段时间的出色表现。我禁不住想道，如果他们能够做出持续正确的判断，他们必将是世界上最有钱的人，然而他们不是。当然，也不能说没有例外，但毕竟多数不是。

又开过几个单元的会议之后，绝大多数人都已经到场，现在是结交和攀谈的时间。对我来说，最难打发的时间就是主单元之间 15 分钟的会场休息，在这个时段你应当同他人聊天或加入某一个聊天的群体。孤零零一个人站在过道里让我想起了在高中时的舞会上当所有女伴都被人请走后的情景。我决定找一个最长的咖啡等候队列打发时间，这样就显不出我的寂寞。有一两次我遇到上次见面后还有印象的摩根士丹利员工，可他们好像总是忙于同其他人深入讨论某些重要问题。最后，还是马蒂救了我。"你干吗一个人站在这里？你应该让人们围着你，就像蜜蜂围着蜜。"

他将我介绍给几位友好的潜在投资人，很快我也变成了貌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似重要谈话中心的一员。我突然发现，自己正在开始向投资人兜售霍尔特基金。当时我们还没有获得 FSA 的批准，我还不可以正式地推销基金，但闲聊是没有问题的。于是就有了约翰，以前是马蒂的同事，现在任职于一家母基金，他成为我的第一位推销对象。我本来准备深入地谈一谈我们的投资分析细节，包括对冲组合如何保证我们实现独特的收益。然而，他向我提出的初步问题大多是关于运营方面的。

“你的基金托管人是谁?”

“现在还没有定。”

“你会采用主基金—注入基金结构吗?”

“我想是的……肯定是的。”

“你们的律师和主承销商是谁?”

“现在还没有定，不过我们会重点考虑摩根士丹利。”

“你们打算到发起时募集多少钱?”

“大概 4500 万 ~5000 万美元?”

“你们的投资战略是什么?”

“我们是一家市场中性的特别事件投资基金。我们关注复杂的公司结构，通过对其中某一项或多项业务的对冲，我们可以在某些剩余业务或资产上建立或做多或做空的头寸。因此我们的投资分析将结合价值分析和刺激因素分析。”

约翰打断了我。“这些听上去当然很有趣，我也希望进一步了解，不过我还要去参加一个会议。我们过一阵子再谈如何?”

幸运的是，我同约翰的谈话引起了他的一位朋友的兴趣，他过来和我打招呼。我把刚才那套话又重复了一遍，接下来又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一位加入。正当我对第三个人讲到一半时，大厅里突然空了。看来下一个单元又要开始了，会有另一位明星经理参加谈话，没有人愿意错过。我愚蠢地觉得不需要去凑热闹给他捧场，决定急步走向厕所，仿佛赶着去参加一次紧急会议。

我觉得累坏了。看来还要有几天这样穿梭在电梯上的日子，而我对此毫无准备。我给布莱恩打了个简短的电话，我们同意尽快确定需要聘用的众多服务供应商。至少这样可以减少悬而未决的问题，从而让我有时间去考虑投资方面的事。如果发现服务不好，我们可以随时更换他们。布莱恩在这方面做了深入的研究，我们已经掌握了基本的名单。

在这天晚上的晚些时候，我们在凡尔赛宫邻近的一座夏宫里享用餐后鸡尾酒。马蒂将我介绍给埃巴（Ebba），她将是资本导入团队中专门负责我们的员工。这并不是马蒂不重视我们，他要同时负责几个客户，包括几支总额数十亿美元的基金。埃巴身高 6 英尺，是一名瑞典女性，看到她我不禁想起 Abba 乐队①中的金发女郎。每次只要一看见她，我总是忍不住在心里哼唱 Abba 乐队那首著名的《金钱，金钱，金钱》（*Money Money Money*）的调子。埃巴显然早已习惯于在一个很少遇见女性的世界中争取尊严。我对她的担心则是更为功利的。她能帮助我们获利急需的资本导入吗？

在晚宴前的接待酒会上，埃巴卖力地将我介绍给潜在的投资人，尽管在这样做之前她不得不先介绍自己是什么人。会场令人印象深刻，站在夏宫的露台上，可以俯视下面散发着和平宁静气息的花园。各种颜色的鲜花装点着花园，环绕着一个长

---

① 瑞典著名流行乐队，1973 年成立，由两对夫妻乐手组成，在欧洲和澳洲最具影响力，1992 年解散。乐队的曲目至今仍然在传唱——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方形的喷泉池子。绝大多数宾客在此心旷神怡。许多人将会议当成一次与老友会面、闲聊、顺便谈投资的机会。许多母基金投资人站在一块儿，注意力都在他们所谈论的基金上。

由于我们尚未发行，这更增加了投资人评估我们的难度。一旦我们开始发行和经营，数字就可以说明我们的一切，每个半吊子投资人都可以在鸡尾酒会上对我们进行一番评论。然而，对于一家没有任何记录的新基金，这样做并不容易。作为潜在的投资人，你在分析这家基金的前景之前首先必须了解它的投资战略，起码要知道基金经理的背景。我知道我们的战略很优秀，但却没法证明我的技术。

我知道我们的战略很优秀，但却没法证明我的技术。

接待酒会行将结束，我随着人流想找一张好一点的桌子，结果发现找不到埃巴了。我四下张望想找到她或其他认识的人。坐在熟人旁边比较自在一些，但我实在找不到一个认识的人。我又落了单。这种混乱让我想起没有就座安排的婚礼现场。你在当晚过得如何完全取决于你和谁邻座，如果邻座不对胃口，这个晚上就算是报销了。结果，在这样一个投资人大会上，我好像是坐在儿童餐桌上了。8 人餐桌总数大约为 40 个，最终总是会有空座位。我向边上的两名一脸稚气的邻座打了声招呼。他们很友好，不过这两位看样子像是来吃免费招待餐的。他们是希腊人，身上的装备足足比我贵几千美元。我说的是每个人。其中一位告诉我他的专长是不良资产。我将老一套讲给他听，只看见他的目光渐渐呆滞下去。很快我就放弃了。另一位干脆懒得告诉我他是做什么的，并且很快又和自己的伙伴讲起了希腊语。又有别的人落座了，不过当他发现房间另一面还有他的熟人在更好的座位之后很快又道歉离开了。

看样子这个晚上霍尔特基金不会有什么突破了，我甚至打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算回到酒店自己订份外卖。这时，两位亚洲中年宾客坐在了我的旁边，我们开始做正式的商务介绍。至少他们做出了努力对一名无助的落单者表现得友好，可惜我几乎听不懂他们口音很重的英语，只能听清楚“噢，你是新创立的。好，好。固定收益不好。宏观基金挺好”之类的只言片语。当我知道他们只投资于宏观基金①并且只投资于经营 3 年以上的基金经理时，我意识到他们可能更想自己交谈，只是出于礼貌而同我搭讪。我坐在那里，被排除在社交谈话之外，只好往肚子里猛灌上好的红酒。半醉之间我开始吃甜品，然后告罪加入了离开露台在一边吸烟的人群。我不吸烟，但实在没有其他理由离开餐桌。

埃巴就是在那里找到了我。“你到哪里去了？马蒂和我在我们的桌子上为你留了一个座位，那儿还有几位投资新创基金的投资人。”我强撑着不让自己再丢面子。晚餐后，我们沿着公园回到旅馆的酒吧，又开始了餐后自由交谈。在那里看样子没有人愿意花时间讨论精密的对冲基金操作，大家只想多喝几杯摩根买单的高档威士忌。

一个半醉的宾客一边对埃巴眨眼，一边对我说：“你的前途不可限量。”“当然是作为一名对冲基金经理喽。”他讲完后就是一阵大笑。仿佛是怕我不明白他的笑话，他又加了一句。“不管怎么说，在这儿，在凡尔赛，他们侍候你就像是侍候皇族一样。”他一边说一边让侍者倒更多的香槟。我暗自想到：“是指 1789 年之前、之中还是之后的皇族待遇？”我知道自己心中的感受是哪一种。我很快就回到那间昂贵的套房，为喝得

① 宏观基金（macro fund），一种对冲基金战略，利用预期的宏观经济事件使用全球市场上所用的金融工具争取获利机会——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太多而生自己的气。

会议接下来的一天里要定下众多一对一的会谈。各种母基金投资人会要求同对冲基金经理在不同的会议室里开会。我们还不可以召开这样的会议。因此，在别人散开到会议室时，我不得不以比昨天更快的速度走到洗手间，假装很忙的样子，心里则在盼着午间开饭时间快点到来。

在过道上闲逛是遇见潜在投资人的一个有效方法。这里似乎有一条不成文的规定，人们不断地转移谈话对象。和一个人交谈两分钟之后，通常就会接住另一个正好经过的认识的来宾的目光，然后停下来再谈上两分钟。通常我会很快地解释我只能待在过道里闲聊，因为我还无权安排正式的会议室，当然还是因为 FSA 没有正式批准的关系。这样讲的意思仿佛是只要 FSA 批准，我可以自由推销霍尔特基金时，就会有不知道多少人排着队要给我们投钱似的。天知道，但愿如此。在过道上闲逛的一个缺点是你将丧失稀缺价值。想想看，如果任何人都可以随便在过道上和你聊，也没有时间限制，还会有人急着或认真地找你聊吗？下午的时候，我不得不故意让自己变得稀缺，到凡尔赛宫的花园里散了好一会儿的步，让自己迷失在周围堂皇的建筑间，暂时忘却自己的紧张心情。

会议盛大的闭幕晚餐被安排在凡尔赛花园的另一个夏宫里，尽管第二天还有会议，但整体的气氛已经变得欢快和喜庆。从三三两两分散的人群中不时爆发出一阵阵大笑。经过这两天过道推销的锻炼，我发现没有埃巴自己也可以很容易找到谈话的对象。

在寻找最佳座位的混乱中，马蒂把我拉到一边。“你坐在这里。”他指着房间中间的一张桌子说。大约有五张桌子是预留座位的，我就是被安排到中间的一张。邻座的客人向我做了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我介绍，因为周围一片嗡嗡声，我没有听清。当我请他重复一次的时候，他明显露出了惊讶的神情。

“拜龙·韦恩（Byron Wien）。”他说。这个名字没有让我产生任何联想。我们就波士顿的话题进行了一番愉快的交谈，他甚至对霍尔特资本的业务表示出了兴趣。尽管我不了解他在摩根士丹利公司的职位，但从不断有人来和他打招呼迫使我们中断谈话来看，他肯定是一个相当重要的角色。我的猜想得到了证实。主持人正在对一个人进行简要介绍，其中使用了“传奇”、“摩根对巴菲特的回击”之类的赞誉之词。然后，我的邻座起身走向讲台，他是当晚同时也是本次会议的主题演讲人，他在演讲中对未来一年做出了著名的10项预言。

坐在我另一侧、来自牛津的一位友好的来宾对我说：“显然，摩根很看好你，让你坐在拜龙·韦恩旁边。”我只有报以傻笑，心里觉得自己真是个白痴。

公司进入正轨

回到伦敦后，布莱恩和我决定增加第三名团队成员，新加入的是马西莫·康提（Massimo Conti），我是在哈佛认识他的。马西莫是意大利人，由于父亲工作的关系他在德国待了很多年，可以讲流利的德语。从哈佛毕业后，他又在一家纽约的投资银行干了两年，然后加入了伦敦的一家大型私人权益（PE）投资公司。马西莫身上有鲜明的意大利性格。他的衣着比我和布莱恩讲究得多，有昂贵的衬衫和设计师品牌的夹克。作为前欧洲摔跤冠军，他有着运动员的块头，尽管这几年来已经在不太理想的位置增添了不少赘肉。可能是有太多的人赞颂他的聪明，如果有任何暗示他不是天才的议论，他总是十分敏感。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过从很多方面来看，他是我们理想的选择：拥有一份完美的简历、行业私人交际网络和高超的分析能力。

马西莫显然是那种不愿受正规公司约束的人，他更喜欢创业的感觉，因此正好适合我们。他明白公司初期最重要的是募集资金，他联系上了戴维·鲁本斯坦（David Rubenstein，凯雷投资集团创始人和当家人），请他来我们的办公室坐坐。尽管他没有投资，但我们还是很感激这样一位大人物愿意考虑我们。虽说人手有点儿紧，不过我们觉得三个人的组合对于基金起步应该是够了。如果投资团队中没有马西莫，霍尔特可能有点太像是我的一人独舞。尽管他的出现没有为我们带来多少投资经验，但至少现在我们看上去有一种团队的感觉，哪怕是在纸面上。

布莱恩现在忙于运营事务，像是设立新的办公室和 IT 系统。马西莫则专注于发掘我交给他分析的可行的交易组合，现在我自己却奇怪地变得清闲下来。这必定就是所谓风暴前的平静。我们以为会有许多人前来拜访和讨论，所以将办公室从我的公寓移到伦敦中部梅菲区（Mayfair）的一间“真正的”办公室。新办公室位于伯克利广场（Berkeley Square）23 号，勉强能够放下 3 张桌子，在角落里再放一张咖啡店式样的会议桌。马西莫和我的桌子挨着，都对着墙，中间再用一张与墙面垂直的桌子隔断算是公共区域，我们共用一台彭博社终端。后来彭博社要求指纹输入，就是针对我们这样共享终端的公司。

在这间 12 × 15 英尺的办公室里，布莱恩还是设法给自己布置了一个小角落，他的桌子面对着门，仿佛是一个独立的运营部门。绿色墙壁上的装饰木板被之前使用这个地方的同性恋风格的猎头公司刷成了金色。我们不打算在装修上多花钱，只好喜欢上这种媚俗的风格，特别是我们每月只付 2000 英镑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是因为这种令人不快的室内装饰。成本上的考虑迫使我们租用了有电梯楼房中的底层，我们只能看到人们从 Bruton Place 住宅区走向本地小酒吧时晃动的头顶。就在狭窄街道的对面立着一面深红色的石头墙，只有采取一个特殊的角度从窗户向外看才能看到伯克利广场的一角。

对于欧洲的对冲基金公司，伯克利广场是一个理想的办公地点。漂亮的树林，砾石路通向黑色铸铁的栅栏，广场内部呈现出一派旧世界的优雅。有人曾经告诉我，梅菲和圣詹姆斯（St. James）一带管理的金钱超过整个法兰克福。尽管这可能只不过是又一个城市的神话，但伦敦的对冲基金经理还是很乐意相信它。由于这些几个世纪前修造的建筑物容纳不下大型银行所需要的复杂设施，所以它们主要是租给小型的金融公司。虽说霍尔特基金眼下还没有什么可投资的，但我们认为一个好的地段可以给人留下我们属于正规的对冲基金群体的印象。在金融城或金融区租房子每月可以省 500 英镑，好在我们还不至于靠这么点钱才能活下去。我们的想法是，只要这个地点在每个季节能够吸引哪怕是一名投资者造访我们的办公室，这笔钱就算没白花。此外，这也的确是个适合工作的地方。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
路演，路演

经过在凡尔赛令人印象深刻的展示，加上每当我们有需要时总是鼎力相助，我们很快得出结论，摩根士丹利对我们真的有信心，他们真心诚意希望我们成功，因此我们会选择他们作为我们唯一的主承销商。当我们给其他潜在主承销商打电话时，没有人对我们的决定感到惊讶，大多数人的表现也是得体的，只有高盛给了我们一些“没有人会拒绝高盛”那种脸色，说他们无法相信我们居然做出了这样的决定。

尽管接待我们的地方已经从可以俯瞰卡波特广场的大型会议室改成了一间没有窗户的房间，摩根的承诺还是很快地兑现了。我们将开始一次大型的路演，经过的地方包括伦敦、巴黎、日内瓦、苏黎世、米兰、纽约、波士顿、芝加哥和旧金山。我们还会在亚洲和中东地区有安排，不过据摩根的人讲，这些地区的投资者实际上主要是通过母基金或他们设在当地的办事处投资于欧洲的基金经理。“挺不错的，”我想道，“我已经觉得自己像是一个摇滚明星了。”

路演的原理其实很简单。摩根动用自己在不同城市中所有的营销关系将我和布莱恩推到前台，让我们和那些有可能的投资人会面。我们计划每天要见 6 批投资人，如果当天没有旅行安排，那么还要再加一场晚餐会。基金设在伦敦对于路演是一个明显的优势。伦敦正在快速成长为像纽约一样规模的对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金中心，绝大多数国际投资者要么在伦敦设立了办事处，要么经常造访伦敦。对我们来说，这意味着不用为了在伦敦的众多会议而出差，这样就不必占用本已紧张的路演时间了。

我能够想象可怜的埃巴是如何在电话中试图填满我们的行程：“是的。我知道他们还没有足够的业绩记录，也从来没有管理过一个资产投资组合，不过……是的，目前只有两个人负责投资组合，但他们正在考虑再增加一名分析师……”我们只好祈祷她个人的外在吸引力在透过电话线之后仍然能够起作用。

按照计划，头两天是在巴黎。我常去巴黎，总是将这座城市的名字同浪漫的周末和宁静大街上的漫步联系在一起。现在一切都变得不同了。布莱恩和我从一个会议奔向另一个会议，随着日子一天天过去，我们的士气越来越低落。虽说我们那一套说辞还不够完善，不过人们还是能够听懂我们要讲的内容，但最后他们总是会回到少数几个相同的问题上。你们有没有业绩记录？没有？那么基金是不是马上就要发行了？答案还是“不”。

“尽管我们非常喜欢你们和你们的计划，不过最好还是等基金发行之后3～6个月我们再加入投资……请将我们加到你们的业务通讯寄送名单中。”他们会这样讲，仿佛表示出了多大的兴趣。这些谈话向我们提出了严峻的问题，如果在秋天发起基金，如何才能保证基金的募集？虽然不能十分确定，但我们估算至少需要2500万美元投资才能开始实行我们的投资战略，否则就要另打主意或实行清算。如果我们能够很快地募到这一数额的投资，我们就可以对新投资人关上大门。相反，如果一开始没能争取到这样多的投资，其他投资人就不会担心错过投资机会，也就无法实现良性的循环。缺乏业绩记录是一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更难解决的明显缺陷，就算我们列出了那些令人眼花缭乱的精致图表，但它们还只是纸面上的东西，我们毕竟还没能真正动手做过。

我们从巴黎乘火车到了日内瓦，然后是苏黎世，第二天一早我们离开住过的一星级酒店，步履迟缓地从中心火车站（Hauptbahnhoff）走向后面那些金融公司。我们开始了例行的会前准备，告诫自己不要显得太卑微。要显得有自信，但不要挑衅。让他们相信后面有人排着队要给我们投资，但不要说谎。对回答不出来的问题要诚实，但下次会议之前要准备好答案。我们是好样的。我们很聪明，我们就应当是干这个的。只要给我们时间，我们就会证明怀疑者的错误。

我们很聪明，我们就应当是干这个的。只要给我们时间，我们就会证明怀疑者的错误。

一切准备好之后，我们到达了第一次会谈的现场。我们的会场是一座没有任何特征的公寓，底层有一间照相馆。我们当然不会被这种典型的瑞士低调所欺骗，我按下 4 楼的按钮，然后上楼。办公室挺不错的，黑木地板，墙上挂着看不出名目的艺术品。在接待处摆放着常见的《金融时报》、《财富》、《华尔街日报》等财经刊物，还有一些艺术和航海类杂志。

“这些艺术和航海杂志恐怕是为有钱的私人投资者准备的。”我对布莱恩耳语道。

“格罗斯先生马上就来。”接待小姐一边为我们准备咖啡一边说。这已经是我当天的第三杯咖啡了，而当天后面还有 7 个会议。我在心里做了一个计算，以免得喝进去太多的咖啡因。

格罗斯先生穿着粉条纹的三件套西装，闪闪发亮的棕色皮鞋，金色的袖扣和爱玛仕领带。他的头发分向一侧，但看不出发际线后退的迹象，也没有白发。他的神气仿佛他母亲告诉过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他，穿得像什么人，你就是什么人，然而实际上却适得其反。

“你们好，我是朱利安·格罗斯，欢迎你们来这里。”他干巴巴地说。真要命，我心里这样想。原来朱利安正在当地商学院学习，只有23岁，是一名实习生。他用蹩脚的英文说：“将来我自己也会创建一家对冲基金。”

几分钟寒暄过后，我正准备复述我们准备好的套话，但朱利安制止了我。“我有一份表格要填。”他边说边取出一份好几页纸的文件，问我们能不能简单地“过一遍”。他问道：“贵公司的名称是什么？”我一时气结，他妈的看看摆在你面前的名片不就行了？你的日程表上不也写得清清楚楚吗？但我还是忍了下来。

“请问贵公司的地址。”他对我的想法毫无察觉，继续问道。这个蠢货。他把自己公司的尽职调查表打印出来，然后打算就用会谈的时间来完成。布莱恩表示愿意由他来填写基本信息部分，而我们可以利用这段时间谈谈投资业务。但朱利安拒绝了，他说表格是公司财产，不可能交给我们。我们花了一个小时填写表格，每句话都要讲得很慢，以适应他记录的速度。我们又做了两次努力试图自己来填写，但他都拒绝了。尽管他说笔迹应该是他自己的，但这并不妨碍他向我们讨教应当如何回答表上的一些问题。他说：“这样，老板在看到问卷后会对我留下好印象。”

离开这家公司后，我们觉得心里空落落的，垂头丧气。从年轻的朱利安出发，到我们想象中成功和震惊世界的对冲基金之间似乎隔着永远也走不完的漫漫长路。我们霍尔特公司永远也不会聘请这样一个人，可是在这里，我们却被迫将灵魂出卖给他，抱着赢得投资的微弱希望。我对他们这样不重视我们感到极为愤怒，不过布莱恩很冷静，他告诉我这是我们自己的责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任，因为是我们坚持不放弃任何一次会议机会。

第一轮欧洲路演的结果只能算是勉强过得去。许多会议安排在郊外或居住区，我们不得不为路上留出足够的时间，结果是经常早到，不得不在没有咖啡店和没有适合散步的地方闲得发慌。有一次，我们甚至发现自己和一群瘾君子一起待在汽车站里。这和我们想象中乔治·索罗斯寻找投资人的场景截然不同。我们的确见到了许多真正有兴趣的投资人，他们愿意向我们投资。但是我们最终还是没能获得任何一项明确承诺的投资。这里面似乎存在着一种羊群心理：有几位投资人特别感兴趣，但谁也不愿意第一个投资。这实在令人抓狂。

下一轮主要的路演是在美国，历时数周。布莱恩和我对这一轮路演都有所期待，因为我们都曾在波士顿和纽约住过 10 年左右。我第一次看到纽约行程表时不禁露出了笑容。我们第一次会议的对象是戴维·托蒂（David Totti）。托蒂先生曾经是 Lazard 投资银行的高级合伙人，但我们当时并不认识。他是那种让我们闻风丧胆的大人物。他这时已经离开 Lazard 公司，就在隔壁创建了自己的资产管理公司。

走进托蒂先生豪华的办公室，我还以为自己来到了电影《华尔街》的拍摄现场。尽管早就听说他对待下属很苛刻，但我并没有将他和《华尔街》主角戈登的形象联系在一起。在 Lazard 公司，他根本不会和我们这些分析师打交道，这些事情都是交代给他手下来做的，因此我从未遇到过他。我预备他发表长篇大论教训我们，把我称为没用的废物，做出来的金融模型还不如他两岁的孙子做出来的。你想象得到这种人会讲些什么。他看到我们时的感觉就像见到准备抢钱的土耳其人。他问我是否是罗哈亭（Felix Rohatyn）和雷特纳（Steve Rattner）的朋友。我告诉他，我当然知道这两位的名字，他们是分析师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口中的传奇人物。有人传说罗哈亭会开除把他的名字拼错的分析师，但他们在行业中的地位太高，我没有那种荣幸认识他们。这就像是问白宫的实习生是否认识总统。好吧，也许这是一个蹩脚的比喻。有一瞬间我觉得他笑了，接着他告诉我们只有 30 分钟，而不是预定的 1 小时。

尽管已经知道会议的效果不会很好，我还是乐于待在那里。不论将来等待霍尔特的是风雨还是彩虹，我一点也不羡慕托蒂。在他面前，我感到从未有过的骄傲，因为我拥有自己的公司，这使我有资格对他的冷漠感到愤怒而不是害怕。他不能再伤害我，我也不再向往成为他或他那样的人。如果我今天还留在 Lazard 公司，我可能只是一名年轻的副总裁，一听到电话里托蒂的声音就会吓得尿裤子。可是今天，托蒂连想都别想。我宁肯做洗碗工、住车库，也不愿意生活在对托蒂这样的混蛋的恐惧中，在我辛辛苦苦一年后还要让他们指手画脚给我做什么年度评估。我绝不允许这样的事情发生。即使每年 1 月份保证我能拿到 100 万美元也不行。

我已经没有做推销的胃口了，只是为了证明我们不再是懦弱的仆从，我告诉托蒂我们预计能够获得 10% ~12% 的年度回报，而且基本不受市场波动的影响。他举起了手，仿佛是在教室里让一群天真的孩子安静下来的神情。

“我对这个数字不感兴趣，我可以轻松地向我的投资人保证 16% ~18% 的回报，同样不受市场波动影响，而投资给你们只会摊薄我的收益。”他讲道。

“真的吗？”我挑衅性地问道。托蒂注意地看着我，这是从会议开始以来的第一次。“如果你刚才讲的数字是真的而不夸下的海口，任何不把钱交给你的人都是十足的傻瓜，你的基金也早就该是世界上最大的基金了。真要是这样的话，我就马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上收拾起桌子上的这套商业计划，转而帮你推销年度回报16%～18%的市场不相关投资，这样做看上去我的前景反而更好一些。你这样说实际上就是向投资人保证，只要5轮投资就可以获得翻倍的收入，就连庞氏骗局[①]也不敢把话说得这么满。”

我还以为讲完这番话之后我们会立刻被扔到外面的大街上，但托蒂先生显然觉得这很有趣。有人向他挑战，这似乎令他感到如释重负，接下来，我们花了2个小时在他的办公室里讨论许多基金为什么无法摆脱他们所痛恨的市场相关性。当我们最后离开时，托蒂先生说他对会谈感到满意，他的公司会仔细考虑是否向我们投资。他信守了自己的诺言，尽管最后他们还是没有投资给我们。也许是因为他们毕竟还是更相信自己的投资回报咒语。

“这真是一个奇怪的反销售策略。”回到大街上，布莱恩这样讲道。

“我不知道，这里有许多像他这样的恶魔。”我回答说。

“是啊。可是就在这些恶魔中说不定会有人拉我们一把。我们的下一个会议已经迟到10分钟了。”会议安排在东40大街，我们应当走过10个街区再转向走4个街区。之前我们已经打过电话，告诉对方我们会稍晚一会儿，然后以尽可能快而不至于出汗的速度沿第5大道走过去，真正的对冲基金经理从不出汗，哪怕自己的厨房已经着火。赶到地点时我们已经迟到20分钟，在那

> **真正的对冲基金经理从不出汗，哪怕自己的厨房已经着火。**

---

① 庞氏骗局（Ponzi Scheme）是一种古老的投资骗局，通常以特别高的回报吸引投资人，然后将后续投资人的钱作为利润支付给前面的投资人以维持骗局。最终，这一骗局将因为无法获得更多的投资支付利润而破产。得名于20世纪20年代应用此法而臭名昭著的查尔斯·庞齐（Charles Ponzi）——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里我们受到守门人的阻拦。此人看样子正在享用当天的第五份多纳圈和咖啡，一小块糖渍挂在他的领带上。

“我们在这里和阿尔发（Alpha）基金的汉森先生有约。”

“找错地方了。”他正在埋头阅读体育版的新闻，懒得抬起来看我们一眼。“10 年前他们是在这里，早就搬走了。”当我们坚持说没有走错时他继续回答我们。他妈的，不会这么倒霉吧。

“奶奶的，这里是西 40 大街。”我说道。我意识到自己犯了错误，于是又走回去 8 个街区，全速穿过第 5 大道，最后的结果是迟到了 45 分钟，而且浑身大汗。当我们进到会议室时，已经有 12 个人等在里面了。尽管明显表现出不高兴，但绝大多数人还算客气。因为事先听说我们在纽约的日程表已经排满，有两家邻近的投资人特意到阿尔发基金来见我们。我们的迟到意味着他们不能回去上班。他们已经在桌子边上等了一个小时，靠摆弄黑莓打发时间，一边喝咖啡。其中有几个人已经 50 多岁，似乎并不满意他们与我们之间在年龄上的差距。我们反复道歉，但会议的气氛已经被破坏了。我赶紧把 5 分钟的开场白讲完，几分钟后，东道主在场的负责人清了清喉咙，表示现在该是他的时间了。他衣着考究，灰色的套装和白衬衫在他身上显出特别的优雅。屋子里顿时静了下来。

“拉尔斯，我们觉得你也许是一个非常聪明的人。但你确实从未管理过一支基金，而布莱恩则从未在对冲基金工作过。请再向我们说明一下，为什么在你们还没有证明自己的能力之前，我们要将钱投给你们?”看来是没戏了，接下来的 20 分钟里，有 3 个人借口参加其他会议离开了。

一位会议代表在离开前对我们的投资策略进行了总结：“这是一个慢进快出的游戏。”他的意思是说，像我们这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金赚点钱很辛苦，要花很长时间，可是一旦判断失误，可能一下子就都赔进去了。这可真不是个好日子，早上出门没上香。

离开纽约之后，我们去了波士顿、芝加哥和旧金山。秉承真正的创业者精神，我们大多数时候借住在朋友们的沙发床上，还有我们在波士顿的哈佛大学终极俱乐部。尽管遭遇了这些困难，在美国销售还是比在欧洲销售顺利得多。看上去好像美国的投资人喜欢在欧洲的投资由欧洲籍的经理管理，但他们也更喜欢像我们这样有强烈美国背景的欧洲人。当看到我们的简历上有在哈佛求学和在 Lazard 公司工作的经历，他们不需要费力了解一个不熟悉的欧洲人的名字时，他们明显更加放心。我们在美国拜访的客户中大约一半人没有用例行的套话“请将我们加到邮件表中”来打发我们，而是承诺会到我们伦敦的办公室参观，其中差不多 2/3 兑现了他们的承诺。这个成绩不算坏，让我们为这趟路演所花的钱非常值得。接下来，我们很快就会意识到，从初次会谈、后续会谈到拿到真金白银发起基金将会有一个多么漫长的阶段。当然，早期接触有助于我们在基金发起并运营稳定后获得这些投资人的投资。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章
蹒跚起步

站到起跑线上

巡回展示总算结束了，我们已经做了大量的推销工作。回到伦敦，我们会见了绝大多数在基金计划正式发起前想要见的投资人。我们还有许多后续工作需要处理，包括大量的第二轮见面会，但此刻我们的心情变得越来越紧张。看上去不太像是会有奇迹发生，不会有某个投资人从帽子里面突然变出 1000 万美元的支票来拯救我们。现在已经是 2002 年 8 月了，尽管 FSA 的申请稍微延缓了一下，我们还是可以初步估计发行时间很可能在 11 月 1 日。现在已经到了与投资人达成交易和锁定资本的时候了。我们很幸运，欧洲著名产业小报《欧洲对冲基金》想给我们登一篇文章。后来刊出的半页纸把我们吹上了天。

“这样的营销效果用钱是买不到的。”马蒂告诉我。

从美国回来后没过几天，我们就在办公室召开了第一次后续会议。这是一家美国母基金，他们告诉我们霍尔特是如何与他们的投资战略相匹配，他们已经准备在基金发起时投资。他们不愿意透露具体的数额，不过告诉我们他们的最低额度通常是 800 万～1000 万美元。我们现在两手空空，任何投资都愿意接受。不过如果真有这么大一笔，那可是个好兆头。这家客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户至少将被列入 A 级客户名单，如果说还不是顶级客户的话。

我在办公楼地下室租了一个房间作为会议室，部分是为了表示我们对成本的敏感。来客一共三位，我们为马西莫做了简单的介绍，然后就下楼去开会。米勒先生是其中的负责人，我们已经和他的两位下属见过面，知道他们愿意投资，所以米勒才是我们的工作重点。会议一开始，还是由我来以经典的笑话开场。

“我最早来自丹麦……实际上我现在还是来自丹麦。”我会这样讲，仿佛突然发现自己讲错了话而故意做出愕然的表情。然后我向其中的一位下属彼得描述将并购套利分析同基本面分析结合起来的复杂性。彼得显然很喜欢我的解释，热心地点头，为自己所推荐的投资有希望取得成功而感到欣慰。就在他准备做一个后续评论以表明他理解我所讲的内容时，他突然停了下来，大张着嘴。米勒先生睡着了，嘴边垂下一丝口水。可怜的彼得，本来他是想在这个会议上向他的老板展示自己如何发现合适的投资机会，以及他对投资战略的深入理解。我暗自笑了起来。彼得从椅子上稍稍向下滑了一下，让自己的脚从桌子底下能够到米勒先生的腿。没有结果，他踢到的是公事包。

布莱恩反应敏捷。“我忘记了把尽职调查报告拿下来，我上去一趟，马上回来。”他用力制造出能够让大象惊醒的噪音，谢天谢地，米勒先生醒了。

“我在哪里？这些是什么人？”他的表情清楚地说出了他想说的话。

我们继续开会，我提高了声调，以免米勒先生再睡着，就这样在有时几乎是声嘶力竭的叫喊声中完成了报告。

“如果他们不是 A 级客户，我早就把他们扔出去了。”我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心里想道，但实际上我不但没有这样做，反而竭力展示像小甜甜布兰妮一样婉转的歌喉以博取他们投资。

> 又过了十分钟，米勒先生再次睡着了。

又过了十分钟，米勒先生再次睡着了。这次彼得早有准备，他踢了过去。也许实在踢得太狠了，米勒先生跳了起来，恶狠狠地瞪了彼得一眼。我照样讲下去，仿佛什么都没看见，一边试图在讲解时直视米勒先生的眼睛以免他睡着，我的头不停地移动，带动米勒先生的视线，不让他盯住一个地方。想必这样做也有助于让他的腿免遭再次的痛楚。不过，这一切都没有实际效果。彼得说他们还有一个会议，我们只得匆匆结束。"请将我们加入你们的邮寄目录。"他说。

"他妈的，"我想道，"从A级客户直接变成了邮寄目录客户……"

过了几天，我联系上彼得，他对那天会议上发生的情况表示道歉。他解释说，米勒先生前天夜里在从纽约飞到伦敦后没有休息好，那天他确实不在状态。那一周他可能要参加20～25场这样的基金介绍会议，同样的话也听过无数次，所以实在没法保持专注，结果就打盹了。

"哇，这让我觉得自己真有本事！"我调侃道。

"不好意思，请不要认为这是针对您个人的，"彼得说，"他对听到的信息很感兴趣，12月中旬还会到伦敦来，那时我们再安排一次跟进会议。我会事先做好准备，绝对不让他再睡觉。"我们预定的发起日期是11月，即使他们12月能够投资也已经来不及了。

其他会议不过是米勒会议的某种变形，只不过没有人真正睡着过。现在，每天都有几名投资人到我们的办公室里来，从不间断，可是没有一个人帮助我们实现真正的突破或向我们做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了可靠的承诺。尽管几乎没有人明确表示要退出，但也没有人给个准话。他们都想等着看别人如何行动。许多人似乎是真心喜欢我们的，说起未来的投资也是眉飞色舞。但是同一个问题反复出现，令我们头痛不已：你们发起时的规模多大？发起时是否关闭基金，不再接受投资？情况已经变得清楚，我们无法募集到足够的资本，因此基金发起时不能对新投资人封闭。这样一来，先期投资的人就没有任何优势，也就没有任何动力来承担行动的风险。为什么不再等等，6 个月后再加入可以更好地看清这家基金的前景。

我们不得不设计一套办法来增加早期投资的吸引力，但又不能让投资人看出我们已经到了走投无路的地步。一个显而易见的方法是降低早期投资人的管理费用，不过这样做本身也有风险。低收费的基金常常被看成是业绩不佳的，这就等于我们承认自己的业绩低于竞争对手。另一个风险是它会让你的总募资额变少。一家基金如果只募集到 2500 万美元，并且费用打很大的折扣，那么它在市场上总不会像标准收费基金那么受重视。但我们别无选择，我们决定在这个问题上抱开放的态度，在商言商。我们将费用降低到能够反映我们对投资需求的迫切程度。早期的投资者最重要，他们将得到最大的折扣。随着资产规模的上升，我们慢慢降低折扣直到标准收费水平。整个计划听上去并不复杂，然而当我们与其他人随意谈起这个话题时，他们觉得我们这种结构化收费的做法匪夷所思，而且行内也没听说过。

我们不打算公开讨论费用降低的话题，而悄悄地将这一优惠告诉我们认为有机会争取到的客户。那些不打算在发行时投资的客户如果知道这个情况，只会觉得我们已经变得绝望而铤而走险，我们自然不愿意霍尔特以这样的形象示人。我们不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放弃 1.5% 的管理费用，那是我们基本生存的保证，不过我们可以减少与投资人分享的利润。我们提出了两个乘数，包括两项参数——乘数和激励水平。发行首日的投资乘数是 5，也就是说投资 100 万美元，你将有机会按同样的条件再投资 500 万美元。我们觉得这样的条件应该是足够吸引人的。对于发行首日投资的客户，我们将奖金的比例从 20% 降低为 5%。如果投资利润为 100 美元，我们将只收取 5 美元而不是标准的 20 美元。这个计划是对最早投资 500 万元美元的客户提供尽可能优惠的条件，然后在接近我们达到损益平衡点所需投资数额的过程中，逐步降低乘数，提高奖励的比例。

如果不算工资，我们的损益平衡点大约是 1400 万美元资产。根据这一数额，1.5% 的管理费可以支持我们租用办公室、彭博社终端、电脑、差旅和其他费用。当然这是假设我们没有奖金，因为我们不能保证基金必定能够赢利，所以决定还是保守一些。如果最后基金不能发行，我还必须承担大量与基金有关的费用，比如开曼群岛的注册费用、法律文书等。我现在不愿意多想这些。

经过昏睡的米勒这段插曲之后，我开始陷入找不到投资人的焦虑之中。现在离发行只剩下 2 个月时间了，我们还没有锁定任何一个投资人。我曾经估计，到了主承销人接手的阶段，仅凭我个人的关系应该已经可以募集到 1000 万美元。然而，实际结果却是我连一份投资都没有找到。我刚刚 30 岁，绝大多数朋友自己还在想法赚钱。当然我也认识一些有钱人，路演结束之后，我尝试接触他们。这其中没有一个是特别亲密的朋友，不过我对他们有足够的了解。我以为会遇到常见的情景，有钱人对来要钱的“朋友”表现出天然的怀疑。不过我很快发现，原来说“不”的方法可以有这么多。没有一个人态度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恶劣，或指责我们只是其钱包的朋友。相反，他们总是很乐意将我介绍给其他人，如家族投资办公室负责投资事宜的职员（如果他们很有钱，也就是说资产过亿美元的话）。那些没有那么多钱的，则会将我介绍给他们的私人银行家。Max Litchtenstein 将我介绍给 LGT 投资基金，一位洛克菲勒则将我介绍给家族的基金，如此而已。

当我试着按他们的建议找到这些投资顾问时，遇到的问题也是相同的。顾问们会说，他们已经听说过霍尔特资本基金。他们认为这支基金与他们的投资风格不匹配，但这不是霍尔特的责任，而是因为他们为管理富贵家族数十亿美元资产所设计的战略客观上与我们不一致。这样讲过之后，他们就可以不再进一步讨论有关霍尔特投资的话题，也不必做出任何拒绝的表示，从而避免因此惹得雇主不快。最后，经过这番私人关系营销，我们只搜刮到可怜的区区 125 万美元。

与百分数战斗

一旦知道从私人网络中无法获得保证成功发行所必需的潜在投资人，我们又转向了机构投资人。在 4 个月的时间里，我同 100 位投资者开了 200 多场会。“我们不会在发行首日投资，祝你们好运！请将我们加到邮寄目录中。”这套话我们听了一遍又一遍，越到后面的会议，我越提不起精神来。

我们编制了一张工作表，试图依据权重分析计算到 11 月基金发行时能够获得的资金数额。我们将潜在投资者分为 4 类，从 A 到 D，获得 D 类名单中的投资者投资的机会特别渺茫。我们还有一张“个人接触”名单。我们估计出每位投资者可能投资的数额，然后为他们赋一个权重。我们认为，在 A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类名单上有5～6家投资者有25%的可能每家投资300万～400万美元，有3～4家投资者可能会投资更多，也许是700万～1000万美元，但他们投资的可能性则更低一些。在较低的水平下，某位投资者有10%的可能投资200万美元，我们就给这家投资人赋值20万美元，加到我们的资本预算中。经过一番计算，我们在名单上共列出70个名字，总募集额为2500万美元。

2500万美元的发起资金只有我们预期的一半，但还算是一个不错的开端，至少我们可以拿到过得去的工资。不久前，我在纽约的一位朋友发行了自己的基金，他也做了类似的测验，估计的数字是4500万美元，发行时实际募集的只有几百万美元。我们计算的依据是可靠的，但这个计算中没有考虑要是第一位投资人迟迟不能敲定可能导致的崩盘效应。只要有一个潜在投资人撤出，其他投资人加入的概率就都会迅速降低。例如，尽管我们可以合理地假设A投资人有20%的概率投资300万美元，可是如果A知道B、C、D和E没有投资，则这20%的概率将立刻大幅度下降。

度日如年

离正式发行的日子只有几周了，我们开始给“热门人选”打电话，装作很随意地问他们是否决定投资。然后再给第二层的客户打电话。很快，我们就和所有的人都通过了电话。这通常已经是我们第4次或第5次与他们通电话、发邮件，但再确认一下总是有必要的。回复的结果大致是类似的令人失望的官式语言。

“我们还没有在投资委员会上讨论。”（意思：这可不是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的责任哦。)

"我们的律师还在评估计划书，可能无法按时完成。"(意思：我手上还有其他更感兴趣的基金项目。)

"我们还想等一等，看看你们初期的业绩。"(意思：不会在发行时投资。我们可不想做冤大头，成为大家的笑柄。)

"我们确实非常想投资，但我们已经在欧洲基金经理身上投资得太多了。"(意思：没戏。)

没有一个投资人，我们的心沉了下去。我们当然可以诅咒羊群效应，但这对我们毫无助益。我们唯一可以指望的是我自己的为数不多的资本。我已经做出计划，将自己的财产进行了分配，我要能够支持霍尔特的营运亏损直到公司实现损益平衡(我的预计是 18 个月，资金假设是 500 万美元)，还要留出一部分生活费用，其余的部分则作为资本投入基金。这里所说的第三部分是很重要的，因为这是我可以确定在发行首日能够用于投资的金额。可是我能够用的资金只有 25 万美元，摩根很可能因为数额太小而拒绝发行。

每天早上我来到办公室，都希望能够看到夜间从美国或亚洲发来的电子邮件给我们带来突破的消息，然后一天又一天，迎接我的只有失望。我开始考虑一旦失败该怎么办。我想象着人们将如何嘲笑我。我痛恨在未来的生命中被人们在前额刻上"对冲基金失败者"的文身。我开始考虑到什么地方找工作做一个领工资的人。我无法集中注意力。我盯着屏幕，大脑中一片空白。要么就拉着布莱恩在伯克利广场一遍又一遍地转圈，讨论我们当前的处境，还有什么救命稻草可以使我们摆脱当前的状况。我们在广场上徘徊的次数实在太多，后来不得不转移到格罗夫纳（Grosvenor）广场去，否则人们一定会把

我痛恨在未来的生命中被人们在前额刻上"对冲基金失败者"的文身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们当成毒品贩子。

我们之前已经下过赌注，拒绝了种子基金投资，看来我们是把宝压错了。我确实成了霍尔特基金100%的股东，但到2002年10月，这个100%看上去等于一无所有。在我们最自信满满的时候，或者说最不知天高地厚的时候，我们曾经拒绝过投资人提供3000万美元投资并要求4年中分享15%～20%收益的建议。现在我恨不得咬掉拒绝的那只手来挽回交易。我们讨论了要不要恢复种子基金的谈判，然而，如果说过去5个月里的经历证明了什么的话，那就是募集资金实在是太难了。而未能募集到资金意味着你在种子基金投资人的眼中也同样没有吸引力。此外，种子基金谈判要花6个月时间，远水解不了近渴。就这样，时间慢慢地越来越接近11月1日——预定的发行日。

就在离发行日还有一个星期的时候，我们终于有了突破。一家我们认识的私人投资者通过一位朋友投入了50万美元。基金托管人立刻给他发出了一张编号为001的收款通知书，仿佛就怕他不知道自己是在投资于一家没见过世面的新手。我们赶紧关照基金托管人下一位投资者的编号应当是052，然后再依次增加。

“你们估计还有多少个？”她问道。我们当时正处在极其敏感的阶段，任何一点点的冒犯都会让我们暴跳如雷。“我们给了你们服务合同，我们希望得到起码的尊重！”我们在电话里吼叫出来。倒霉的基金托管人做梦也想不明白她什么地方得罪我们了，但她还是很快谦和地表示同意并道了歉。也许她见惯了像我们这样神经质的对冲基金经理。

“我是不是神经崩溃了？”在每天沿着梅菲区蹓跶时，我都会问自己。实际上我并不知道什么叫神经崩溃。在离发行只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有几天时间的时候，每个小时都是煎熬，没有投资的压力让我们如临深渊。收到新邮件时电脑会发出一个提示音，每次听到提示音我都满怀解脱的希望，可惜这个愿望从来没能实现。

布莱恩的电话打到我手机上的时候，我正坐在皮卡迪利（Piccadilly）大街的星巴克里。“我们收到了 100 万美元，你现在有钱了。”

当然没有那样好。不过现在我们至少知道资金将超过 200 万美元，这是我们计划的基金启动所需要的最低发行额。我们堪堪跨过了起步线，看上去风向转了，我们的运气来了。我几乎是跑回了公司，浑身上下又鼓足了力气，我开始清理文件夹中的“待办事项”。这个文件夹真正的名字应该是“开办公司待办事项”。终于有人肯相信我们，并投资了 100 万美元。他们本来可以把这笔钱用在其他任何地方，他们选择了我们。我们可不能让他们失望。我们不应该沾沾自喜，但我确实有点欣喜若狂。我给普克发了一条短信，告诉她我们应当用一瓶廉价红酒来一次庆祝。这似乎是合乎情理的。

不可思议的是，这 100 万美元原来来自一个年轻人，他在摩纳哥为富有的客户管理着一个小型的私人母基金，他以为我们所讨论过的一家大型母基金也会投资。这当然并不是事实，如果我们这位年轻的朋友知道了，他肯定是不会投资给我们的。后来他也正是这样告诉我们的。

我们一共收到 355 万美元，从任何标准看这都是一次失败的发行。另一家同样在 11 月 1 月发行的基金在首日募集了比我们多一倍的资金，但在 2 个月内还是宣布清算。在发行日前一天，一位来自摩根士丹利的低级职员请我们在当地的酒吧喝了不少，然后祝我们成功。他不停地说当时的投资环境有多么糟糕，但传达给我们的信息却是摩根认为我们应当募集到比现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

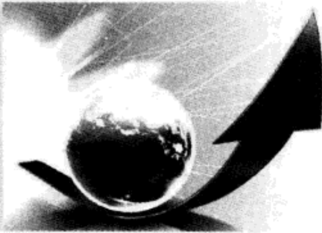
在更多的资金。我想起了母亲常说的话："我没有愤怒，我只是失望。"

第二天在我们下班后回地铁的路上，布莱恩和我步行经过 Claridges 酒店，我们可以看到酒店中 Gordon Ramsay 餐厅的顾客。我们开玩笑说，不知道我们管理的基金资产要达到多少才能供得起我们在那里用餐。我们看见摩根士丹利的主承销商团队带着另一家新成立的基金到包房用餐。我似乎看见桌子中央摆着大量的香槟，同时不得不赶紧转过头去以免和我认识的一位摩根职员对眼神。我猜那里一定有对冲基金，当然也会有没能受邀参加大人物聚会的对冲基金。

围绕发行募资的紧张由于我个人的放弃心态而变得更加严重。每天都有新公司无法开张，创业者们往往愈挫愈勇。我还有一位可爱的未婚妻，一大家子亲戚和朋友，我很健康，我随时可以拿出一张很漂亮的简历找到工作。然而我却陷入了失败的情绪，仿佛世界末日来临，其他什么事都不能抵消这种损失。这中间我度过了 8 个月摧毁灵魂的苦难日子，我的骄傲受到了沉重的打击。但是，在 11 月 1 日这一天，我们跨过了及格线，霍尔特资本基金成立了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分

霍尔特资本基金的成长



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章
米老鼠基金[①]

2002 年 11 月 1 日，霍尔特基金正式开张。我们来到办公室，庆幸自己从前一周的募资活动中幸存下来。8 点钟开市时，布莱恩给我发了一封信："休斯敦，我们已经升空。"[②] 我们现在已经有了 350 万美元的投资，这封信引发了一连串自我戏谑的回复，仿佛我们是一个坏小子。"欧洲企业，小心了，霍尔特资本来了，会要你们好看的"、"邪恶帝国准备开战了"之类的回复纷纷出现在电邮上。然后我们就开始工作了。

在奔向发行日的过程中，我们已经准备了一份纸面上的证券投资组合，基金发行后就可以立刻进行投资。现在我们所要做的只是将证券的规模与基金的规模匹配起来。如果我们发行时有 5000 万美元，那么 1% 的头寸就相当于 50 万美元投资。假定股票的价格是 100 美元，那么我们就会买入 5000 股。但是现在我们没有那么多钱，所以只好买入 350 股。

几个小时之内我们就做成了第一笔交易。这笔 5 万美元买入交易是由 JP 摩根公司的理查德经手的，我从在 HBK 工作的第一天起就和他打交道。在一番打趣提醒他很荣幸成为我们第一个交易的经手人之后，我告诉他我们将买入 620 股比利时 GBL 公司的股票，每股最高价不超过 85 欧元，每次购买量不超过市场

① 自嘲讽基金规模小——译注。
② 美国宇航员升空向地面报告时的用语，因电影《阿波罗 13 号》而广为人知——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内可交易量的20%。马西莫和布莱恩屏住呼吸在一旁听着。

"稍等，"理查德说，短暂的停顿之后他回复道，"你知道这只是一张5万美元的订单，对吗？"

"是的，我知道。从小单子起步。"我回答说。

电话那头又停了下来。然后理查德问道："拉尔斯，基金募资情况如何？"

"坦率地讲，相当不容易。我们最后的募资总额差一点不到500万美元。"

"真不容易，"他说，"我得告诉你实情，如果以后的单子总是这样小的话，你要做好准备把交易转给别人。我愿意帮助你，可是如果上面的人看到这些从霍尔特来的小单子，他们可能会要我将你的名字从研究报告和其他服务中剔除。"

"这样啊，"我说道，"谢谢你告诉我实情。"显然，他不会再卖力帮我了。

尽管我们起步的规模很小，可是拥有自己的事业的感觉真是不错。许多人还在无数的鸡尾酒会上谈论如何创办一家对冲基金，而我们已经有了一家在手。它是我们的孩子，我们会不惜任何努力让它成长起来。经过好几个月的空谈，想象基金一旦成立后我们将做些什么，现在我们真的在操作它了：分析公司和产业，制定聪明的对冲战略，让我们在每笔交易中所发现的金块显露出来。这就是对冲基金的本职，我们热爱这项工作。当然，如果银行里的钱更多些就太好了，但是，当我们全身心投入到分析之中时①，可悲的财务水平似乎被忘到了脑后。第一周很快过去，我们忙于拼凑基金发行之前制定的投资组合。在向理查德试探

> 这就是对冲基金的本职，我们热爱这项工作。

① 这是为了防止其他投资人注意到自己的交易意向，避免引发交易价格波动的订单策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过之后，我们开始转而采用摩根士丹利提供给我们的较为廉价的电子接入市场交易平台。这样做，我们至少可以不必再听到交易员对我们交易单位太小的反复提醒和抱怨。

最初几天的日子并不好过。一周之后，我们开始每天亏钱。到第二周时，我们发现头 10 个交易日中居然的 9 天是亏钱的。周五这天，我下班的时候心里五味杂陈。出了什么问题？难道在我们的证券组合中存在着之前未能发现的系统性风险？这将意味着我们会一直亏下去。整个周末我都在琢磨交易，研究亏损背后的原因，但没能得出任何确定的结论。经过初期的一段难熬的日子后，情况开始稳定下来。我的心情也平静了一些，我们的业绩开始有所改观。到第一个月的月底，我们已经挽回了所有的损失，甚至有了小小的一点收益。用我们告诉为数不多的几位投资者的话说叫做“小有斩获”。

我正在埋头撰写基金成立后的第一份月度报告，布莱恩走过来，带给我当月的结算报告。利润比我预期的低很多。

“主要是因为费用太高。”在我对数据提出一些问题后，他回答道。“这个月的费用加起来达到了 1.7 万美元，此外还有绩效奖励和管理费用。”我们之前已经讨论过费用和收费对基金收益的影响，但并没有将它放在心上，因为我们根本没有想到会以如此低的资本额起步。现在我们开始担忧，下面的财务报表有助于解释我们为什么忧虑。

总收益	0.71%（扣除交易成本）
费　用	0.48%（355 万美元总资产，费用总计 1.7 万美元）
管理费	0.13%（12 个月共计 1.5%）
奖　金	0.02%（剩余利润的 20%）
净收益	0.08%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的费用结构对于像我们这样的小基金不太有利。由于许多收费如发起法律费用、登记费用、基金托管费用、清算费用等大多是固定费用，小基金投资人承担的费用从比例上看比大基金高得多。有些费用，如股票借贷费用、发行费用，与基金规模相关，但这些都还不是我们最担心的。如果一位投资人因为投资霍尔特基金而与投资其他基金相比每年在费用上损失 3% ~4%，我们将很难吸引向潜在投资人募集资金。即使我们管理的资产达到 1400 万美元，我们仍然无法依靠来自基金收费的现金流实现损益平衡。为了避免让我们的投资者在成本上处于与大基金相比不利的地位，我决定由我个人负担所有投资人因为基金规模小于 5000 万美元而产生的额外成本。这样做我们就可以在营销时处于与大型基金类似的地位，但我个人每月要为此支付 17000 美元。除了由于办公室、设备和马西莫的工资所带来的成本，霍尔特基金正在成为我个人的一项财务负担。

米老鼠精彩瞬间

对于所有在经营初期资本金像霍尔特一样有限的对冲基金经理，有些情景总会提醒你离真正的成功有多远。下面我列出了我们所遇到的一些特殊情景。

百万级，而不是 10 亿级

保罗是我的一位老相识，在我们发行基金后不久和我取得了联系。他从朋友那里听说了我们这支令人印象深刻的基金，坚持要在几天后介绍我和他的一位非常富有的中东客户喝一杯。

“我不明白你所说的印象深刻是什么意思。”我说。

“啊，就是说你们总是廉价出售。”他回答说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我耸了耸肩，准备和他们见上一面。我下午6点到达梅菲区帕克道多切斯特（Dorchester）酒店，发现保罗和他的客人已经开始喝香槟酒。保罗将我介绍给阿里，一位20多岁的年轻人，他的表情似乎更像是在夜总会而不是进行商业谈话。他的名片上没有头衔，我大度地假设，如果有头衔的话肯定也不是“助理”。年轻的阿里先生不觉得有必要介绍他自己的业务或他代表谁。他甚至没有邀请我们在谈话中称他的名字，在整个结识的过程中我们只得用较为疏远的阿里来称呼他。好在很快这种差别就对我没有任何意义了。

我们随意聊了些迈阿密和戛纳派对场景的不同，之后保罗发现我有点郁闷，对他们的话题表情僵硬，于是赶快进入了正题。

“乔伊告诉我你的基金很成功，恭喜你。真是了不起。”他这样开场道。然后保罗转向阿里：“拉尔斯是纽约的乔伊的朋友。他是哈佛大学商学院毕业的，现在正在伦敦管理着一家50亿美元的对冲基金。你们应该了解一下他的基金。”他说。

“有意思，”阿里先生说，“你们主要做哪些业务?”

什么？我心里道。他说的是50亿美元吗?

“呃……我想你是把数字拉长了。我们的资产只有500万美元，不是50亿……我倒是很希望有50亿!”我神经质地笑了起来。

保罗看了我一眼，面无表情。阿里先生看了他一眼说：“我们干吗要在这里听这个蹩脚的笑话？有好多夜总会等着我们呢。”没有人再说话，显然也不再需要我介绍基金战略的详细情况。最后，阿里先生开始讲话了：“原来是这样，看来我们显然是搞错了。500万美元的基金对于我们来说确实是太小了，不过等你们成长起来之后我们还是可以再联系的。也许成长到5000万美元?”他讲得很认真，没有戏谑的成分，然后他就上楼去为晚餐换衣服，尴尬不已的保罗则紧跟在他的后面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只剩下自尊心受到严重伤害的我，外加45英镑账单，这是2杯香槟和一杯自酿红酒的代价。

“能不能向你们借一股股票？”

在我们早期的交易中，有一次需要对一家多元化金融业务的公司建立多头头寸，这家公司持有伯克希尔·哈撒韦公司的一些股份，后者正是投资大师巴菲特的公司。为了获得最准确的对冲效果，我们不得不卖空巴菲特公司的股票（想想看，卖空巴菲特!）。由于伯克希尔公司的股票价格很高（约每股5万美元），我们其实只需要1股股票就足够了，实际上我们真正想卖空的数额还小于1股。我例行公事地拨通了摩根士丹利负责股票业务的电话。

“嗨，斯塔西，我是拉尔斯。现在伯克希尔·哈撒韦公司的股票可以借吧?”

“没问题，”她说，“很方便的，你想借多少股?”

“只要1股。”说这话时我就觉得自己很愚蠢。

“1股？还是1000股?”

“不。就是小小的1股。不要担心，我们会很小心地卖掉它。”我说道，对自己这种“小儿科”开着玩笑。

“这样啊。好吧……成交，整整1股股票归你。”她说道，然后迫不及待地将电话挂掉，好和她的同事们分享一下这个好笑的故事。居然有人会卖空1股伯克希尔·哈撒韦的股票!

“谢谢。”我回答道。心里诅咒巴菲特为什么不拆股，这样我就可以按每股50美元的价格借1000股，而不用像现在这样只借1股50000美元的股票。不管怎么说，在这个市场上除了我还会有谁只借1股股票?

讲清楚是哪种货币

在霍尔特基金成立后的几个月里，我不得不疲于应付我们在资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

募集活动中的拙劣表现。如果我们被问道我们管理多少钱的问题时，我们就回答说，“一般我们不透露这一信息”或“有的投资人要求我们保密”。确实曾经有一位投资人建议我们将所管理的资产（AUM，asset under management）数额保密，所以我们并不是在瞎编。当然，在朋友间保持这个秘密就更难了。但是，问我管理多少资产就相当于问我年收入有多少。后来我真的看到人们在问过我们AUM 规模、绩效和知道我拥有这家公司后在心里计算的朋友。

普克的丹麦朋友来访伦敦到我们住所时，我们正在用餐厅。那一家的丈夫在一家小型的地区性银行从事股权销售，对对冲基金有一定的了解，足以提出专业性的问题。显然他已经从妻子那里听说普克现在和一位炙手可热的对冲基金经理订了婚，他对我表现出了十足的兴趣。

“你们的投资战略是什么?”他问道。我尽可能做了简化的描述，以免同桌的其他人睡过去。接下来就是要命的“你们管理多少资产?”

“大约 3000 万。”我回答道，我用的是丹麦克朗，这样就把我们实际管理的资金扩大了 8 倍。接下来我就想，千万不要问我货币。

“你说的是英镑还是美元?”

“噢，我以为你想知道按丹麦克朗计算的总额。”我故作热心地回答道，我的夸大伎俩就此告吹。他的表情是很清楚的：“是我听错了，还是就是这么小的金额?”

普克出面来救我，将话题引向别的、更重要的方向，例如哈罗兹（Harrods）百货大减价。我的感觉糟透了。全力投入之后壮烈失败是一回事，说谎让自己的情况显得好一些而最后被人识破则是另一回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 突破的日子

步入轨道

我们在基金发行后头几个月里的境况很难掩饰。在和客户谈话时，照例的寒暄之后人们通常会不停地问我们基金的规模有多大。当我们不得不说出355万美元这个数字或者更含糊的“不到500万美元”时，接下来必定是一段时间的沉默，你能感觉到对方那种不可思议的神情。

我们也尝试过找一些蹩脚的理由：“我们开始时只从朋友和家人处募集，等到正式运行起来之后再寻求大一些的机构投资者。”但是没有人相信这种说法。此外，这是个货真价实的谎言。所以我决定不再这样讲。

真相是，我们动用了一切可以想得到的手段募集资金，结果还是没有成功。这样的结果令人尴尬。

真相是，我们动用了一切可以想得到的手段募集资金，结果还是没有成功。这样的结果令人尴尬，而当别人想要安慰你时，他们的话反而让你更加烦恼。人们会说，“现在的行市不好”，或者“我听说×××基金募集的资金比你们还少，不过也照样经营”，或者“别担心，只要再坚持6个月，人们就会对你刮目相看”。

最后一种说法当然没有什么问题。但在发行只有2个月的时候，这样的前景我们还看不到。我们很快认识到，如果我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理的资产只有355万美元，想要吸引重量级投资人参股基金是很困难的。撇开种子基金不谈，一位普通的基金投资人不会愿意自己在基金资产中的份额超过30%～40%。这意味着像我们这样的基金只能吸引100万～150万美元额度的投资人，而不是我们所希望的投资800万～1000万美元的大客户。我们也接触了几位种子投资人，但是紧迫的基金发行时间对我们不利。潜在的种子基金投资人现在有理由确信，我们不可能在近期内募集到大额投资，而这却是他们看好一支基金的前提。他们总是建议我们在6～9个月之后再回头找他们，到那时我们就会建立起可靠的业绩记录，并且“拥有稳定的立足点”。如果再加上6个月的尽职调查和谈判，我们恐怕等不到种子基金投资就已经死掉了。只能说此路不通。

我对整个局面深感沮丧。看上去似乎没有证据能够表明我们将吸引到急需的投资人。在十分困难的市场条件下，我们的回报还算是不错的，然而我们的规模太小，没有人会注意我们的业绩。摩根士丹利公司的人建议我们再聘用一名分析师让我们看上去更靠谱一些，但我对额外的开支感到担心。再说了，谁又会愿意加入一家只有355万美元资产的基金做第四人呢？12月初的一天晚上，马西莫等到布莱恩走了之后，问我能不能为他打算明年秋天入学的一家商学院写推荐信。

“还是让我们面对现实吧，”他说，“霍尔特资本可能活不过9月。”

这当然是一个合情合理的请求。经过一个又一个下午的见面，潜在的投资人最后总是做出不投资霍尔特的决定。普克建议我们推迟原定在5月举行的婚礼。“不可能，”我坚持道，“我可不会让基金的事情占据我的全部生活。”仿佛我的生活还没有完全被它占据似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这天晚上，在回家的路上，我停下来为普克买花，试图用这样的姿态强调我对婚礼如期举行的承诺。我正在收银台前举着“减价清仓”的花束，发现我的一位大学时的朋友伯鲁（Borut）正在看着我。

“怪不得你总是能够让女人喜欢。”他笑着说。（双关语）

为了争取到投资额度为100万～200万美元的投资人，我们不得不接触规模较小的母基金和家族投资办公室，在募资活动中给予他们大基金所不能提供的关注和服务。当一家准备投资100万～200万美元的投资者找到管理着几十亿美元资产的对冲基金时，他们所得到的待遇可能只是同负责营销的第六号人物会谈的机会，而像乔治·索罗斯这样的人物是不大可能有时间接待他们的。而在霍尔特资本基金，他们可以得到能够想到的所有爱意和关注。

即使在基金已经发行3个月后，还是没有人认为霍尔特基金的未来会同发行之前的状态有什么显著不同，人们只知道我们后来没有再募集到一分钱。不过真正的不同在于，基金发行后我们的营销会议发生了根本的改变。只要潜在投资人在霍尔特开过会，他们就可以立刻决定是否投资。从前那些拒绝的理由现在不能用了，像“我们会在你们发行后再来拜访”，或“我们想看看实际运行的效果”，现在他们可以清楚地看见我们在做什么和如何做。是的，我们力量很小，但我们在做着交易，整个系统在正常运行，而且我们还在赚钱。那些来看过我们的投资人心里自然也很清楚。每次会议结束的时候我们都要问潜在投资人，他们会不会在下个月投资，我们这样问时一点也不觉得像从前那样尴尬，这就是我们的底气。

有几家小型的母基金投资人对我们表示了兴趣。他们每家所管理的资产大约在1亿美元左右。因为我们的规模实在太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小，他们可以用很少或不多的钱就实现投资，同时还能享有与管理层（我本人）直接对话的优势，而这在其他基金是根本不可能的。他们也想等到我们规模扩大后再投资，不过我们所设计的早期投资在费用上的优惠对他们非常有吸引力。当然，我个人所做的承诺，即对投资者由于我们基金规模太小所导致的与大基金在费用成本上的差额给予补偿，也是一个重要的影响因素。

2003 年 2 月，基金发行 3 个月后，我们终于取得了一个小小的突破。一家芝加哥的母基金决定投资 200 万美元，并且承诺如果有其他人投资，则他们在下个月还可以再投 100 万美元。他们对我们的业务表示欣赏，特别是我们早期的收益表现出了对抗市场波动的能力。这 200 万美元意味着我们至少又可以多坚持几个月。到了下个月，好的势头继续发展。一家英国基金投资了 250 万美元，一家来自科威特的家族投资办公室投资 100 万美元，一家纽约的母基金又投资了 75 万美元。有了这些新投资，我们在芝加哥的朋友兑现了承诺，追加了 100 万美元的投资。真是妙极了。2003 年 1 月 31 日，我们还是一家只有 350 万美元的对冲基金，到了 3 月 1 日，我们管理的资产就已经增长到 1100 万美元。这当然还算不上是一家大型的对冲基金，但我们正在快速地朝着盈亏平衡点前进。

猎头电话

有一天下午，我正在分析一份研究报告，电话铃声响了起来。

“霍尔特。”我用一种高级交易师所素有的急迫口气讲道。

“是拉尔斯·克罗耶吧?”话筒中传来一位女性的声音，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她的声音与玛格丽特·撒切尔的声音一样完美，“嗨，我是苏珊·威尔森，在伦敦经营一家高端招聘公司工作，你们行业中有好几个人推荐你作为优秀的职位候选人。”

“哦。你知道我现在经营自己的基金，对吗?”我问道。

“是的。不过这几位业内人士告诉我你仍然有可能对我提供的特殊职位感兴趣。有人告诉我你的基金运行得并不像预期的那样理想，我介绍给你的这个职位是管理一家美国顶级基金设在伦敦的办事处。报酬很高，而且基金由你说了算。我明天会到伦敦西区。我们能不能一起喝杯咖啡?”

我回答说我觉得自己不太可能对这个职位有兴趣，不过在市场收市后喝一杯咖啡倒没什么问题。

第二天，我比预定的时间早到了15分钟，前台接待员告诉我威尔森女士已经到了，她在等我。在繁忙的收市后竞价（closing auction）时间来访？此人肯定对交易一窍不通。

显然，她对我在收市后来见她感到很恼火。她身高6英尺，缎子似的头发，戴着低调的珠宝，这样的女性显然不习惯在约会中等待别人，即使是因为她本人早到了。“你看上去比我想象的更年轻。”她说，带着失望的神情看着我随意的着装。

“这是一种姿态。”我开玩笑说，却没能换回哪怕是一丝微笑。

我提议去星巴克，但她表现出不屑一顾的神态，于是我们双方同意到附近的一家日本茶馆。在我们步行前往茶馆大约300码的路途中，我注意到有一辆美洲豹牌轿车慢慢跟随着我们。

“我的司机。”她告诉我，似乎这是世界上最自然的事情。

“我来给你介绍一下这份工作。”我们刚刚落座，她就开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讲了，“你把自己的基金纳入这家基金的体系中。第一年你至少可以管理2.5亿美元资产，不过他们还打算将这个数额增加1倍，6个月后你就可以着手吸纳外部资金。直到你管理5亿美元之前，你的年薪是100万美元，外加应得的奖金。资产过5亿美元之后，你将获得整个利润的40%，与你的团队共享。”

我迅速地进行着心算，这的确是个诱人的数目。

“为什么会找到我？”我问道。

“是这样。这应当说并不是一个招聘职位。他们对你和其他三位都很有兴趣。这家基金的头头在你到纽约路演时见过你，印象很好。他听说你的基金开局情况不是特别好，认为你最好还是找一家有实力的机构做后盾。不管怎么说，管理一家1170万美元的基金能有多大用武之地？”

她准确说出了我们管理资产的最新数据，这让我惊诧不已。然而同时我也觉得十分恼怒，因为她的话暗示了我的整个处境和前景都可以归结为一个数字：1170万美元。

我告诉她，在我最困难的时候的确考虑过要不要找一个这样的机会。但是今天已经不同了，我肯定不会再考虑这样做了。霍尔特资本也许不是一个很大的成功，但这是我自己的舞台，我在这里获得了真正的创业者的快乐。我们靠自己已经创造出了价值，现在回头再为别人工作就像是放弃，不管对方给多么高的工资。这次会面提醒我，创建霍尔特资本给我个人带来了多么大的快乐。

霍尔特资本公司是我的舞台，我感觉自己是一名真正的创业者。

我向她提供了几个我认为适合那份工作的业内人士的名字，然后我们开始步行回到伯克利广场。走了大约20英尺后，美洲豹追上了我们，苏珊立刻钻进了车子，甚至等不及从车身另一侧赶来的司机为她开门。几周后，我收到一张致谢的通知，告诉我在我推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荐的人中有一位接受了那个职位。为了她在我这里忍受的不便，她大概得到了25万美元的招聘收入。

巨大的突破

在头几个月里，从百分比上看，我们管理资产的增长很快，但即使到5个月之后还是只有1100万～1200万美元，霍尔特资本仍然还是一家小基金，每个月还要花我自己的钱。投资的势头很重要，我们安排了与投资人的密集会议，试图保持投资流入的趋势。现在，我们的那套销售经推销起来已经变得容易多了。已经有许多客户很明确地表示愿意放弃对规模的顾虑，投资于霍尔特资本。当然，前面的路还很长，但投资人至少已经知道他们并不是唯一投资于霍尔特资本的客户。

史密斯（Smith）资本合伙公司是世界上最大的母基金之一。从我辞去上一份工作的4个月之后，他们就开始和我保持时断时续的联系。不过在我们发行时的客户预测名单上，他们的投资概率只有5%。基金发行后，他们要求再举行一次会议。此后不久，他们还要求召开第三次会议，参加人包括来自纽约的高层主管。接下来是尽职调查团队的会议，他们是来评估我们的运营竞争力的。尽管我们的运营非常好，但布莱恩在这样的调查之前仍然会十分紧张。人们不会因为运营尽职调查的结果理想就做出投资决定，但相反的结果却是完全有可能的。我们很自然地以为史密斯只是在做基础工作，等待我们管理的资产达到一定规模之后再考虑投资，他们的投资额度通常为2000万美元，并且他们不希望在任何基金中占据的份额超过1/3。

3月的一个下午，我接到了堪称梦寐以求的电话。电话是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史密斯资本合伙公司的昆汀打来的，他是我们在这家公司中的主要联络人，后来还由我为他出具了商学院入学推荐信。

“告诉你一个消息，你可要坐稳了，”例行的打趣过去之后，他这样说，“我们下个月很可能向你们投资 2500 万美元。”

我对此没有任何思想准备，自然也无法装出冷静、随意的酷劲儿来。于是我脱口而出：“你不是开玩笑吧？是真的吗？”

我可以感觉到布莱恩和马西莫同时抬起头看着我。昆汀在电话另一端笑了起来，他很清楚这个消息对我们有多重要，也非常乐意成为这个好消息的发布者。

“是真的。”他说，然后开始和我讨论后续的步骤、投资委员会的会议、推荐人核查等。接下来他还透露说，史密斯公司几乎可以肯定会在几个月内再投资 2500 万美元给我们，只要其他投资人也继续投入。他所需要的只是我给他一份通知书或信函，保证其他投资人所得到的条件不会比他更好，并且我们还要保证自己有能力在未来 12 个月中管理 7500 万美元的投资。

我几乎不相信自己的耳朵，这是霍尔特基金的大日子。我们本来可以满足他们提出的任何条件，而他们所要的却只有这些。昆汀还告诉我为什么公司决定在基金运营初期就提供这么大的投资额度。

“你们做得很好，”他说，“我们认为现在是时候让你们成为大基金了。我们还希望在早期介入可以为你们带来处境的极大改变，并且为未来的、基于良好收益的长期密切关系打下基础。”

“密切关系的基础？”我夸张地问道，“只要你愿意，我恨不得马上把妹妹嫁给你”。

布莱恩和马西莫早已停下手上的工作，当我挂掉电话后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们开始了庆祝。

“准备好做大买卖了吗？巴德·福克斯。”布莱恩问道，这是电影《华尔街》中的一句台词。

“摩拳擦掌，就等这一天。”我也用电影里的台词回答。

由于担心自己高兴得太早，我们还是冷静下来，讨论了可能阻碍史密斯投资的各项因素，发现这些主要是对系统和推荐人方面尽职调查的因素。从外部的观点来看，很难判断昆汀是否会在不同的情况下给我们打电话，“有可能”、“很有可能”或最好是“钱已经到了银行”。我们当然期望最佳结果，但还是觉得有无法排解的疑惑始终环绕在周围。我们不得不再经受未来3周的痛苦煎熬才能得到最后的结果。

将投资决定提交史密斯公司投资委员会的日子一天天临近了，我们祈祷不要有电话打来。过去，我们总是希望电话响起来，或是收到电子邮件，告诉我们关于潜在投资人的信息。现在，我们认为昆汀不打电话来说明事情进展顺利，不再需要新的核查。当然，我们也知道不会永远这样沉默下去。

昆汀的电话来了。“我们遇到了一点问题。”他说。我的心一下子沉了下去。接着，电话里一阵沉默……

“哈哈，刚才我是开玩笑的。投资委员会已经批准了。这个月底钱就会到账。”

“你的玩笑让我一下子老了10岁。”我松了一口气，同时向布莱恩和马西莫竖起了大拇指。

那一刻终于到来的时候，我正在和一家企业的管理层在美林公司的办公室参加午餐会。布莱恩发来一条短信：“史密斯款已经到账。一切顺利。”我闭上眼睛，轻轻向着空中说了一句“谢谢你”。钱到账了，霍尔特资本的黄金时代到了。

这天晚上，我们以典型的霍尔特低调风格到附近的“几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内亚”酒吧庆祝，这家酒吧就在我们的办公室所在的那条街上。尽管这一天发生的事很值得叫香槟，不过我们还是决定尊重个性，各自选择心爱的酒。我的心情轻松得不得了。经过整整一年的狼狈奔波，忍受了不知道多少次的拒绝和失望，我们终于站到了光明的起点上。有了史密斯公司的 2500 万美元，加上其他几位小规模投资人的进入，我们管理的资产已经膨胀到 4000 万美元。这已经远远超出了损益平衡点现金流要求，其成长足以令我们感到骄傲。有了新的资本，我们给得起更高的工资，还能剩下足够多的钱用来扩充公司。这还没有计算我们在年底可能分到的利润。我已经开始在心里计算，不过最终还是放弃了，数学和啤酒在脑子里开始打架了。我们还远远不是一家大基金，甚至算不上是中等规模的基金。但在这个夜晚，我们觉得自己已经成了冠军。

我的心情轻松得不得了。经过整整一年的狼狈奔波，忍受了不知道多少次的拒绝和失望，我们终于站到了光明的起点上。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 越做越大和拜见行业教父

越做越大

大量资本的注入也带来了新的问题。从实务角度看，霍尔特资本也像其他基金一样，按月接受注资。我们直到本月 31 日还仅仅管理着 1500 万美元的资产，有了这么一大笔资本注入，一天之后我们管理的资产将增加到 4000 万美元。随着资产的增加，我们将由只能购买少量证券转变为必须在几天内将 2500 万美元投出去。

钱多了，并且多了很多，可这并不意味着我们的投资品种也会增加，我们只是在现有的资产组合中按比例增加所持有的相应证券的数额。每一种证券都按比例增加，从而使霍尔特资本的证券组合与新资本注入之前一样。经纪商喜欢这种做法，更大的订单能够带来更多的佣金收入。我们在过去几个月里不得不费尽唇舌向经纪商解释我们只是刚刚起步，很快就会有能力下大的订单。我们也很清楚，空话于事无补，他们很快就会削减对我们的服务。现在，总算是到了可以兑现承诺的时候了。虽说我们还只有 4000 万美元资产，甚至算不上一家中型的基金，但比起以前毕竟境况好多了，并且这种转变令人印象深刻。正是这些额度增大的订单帮助我说服了一家意大利经纪商为我安排了一系列与设在米兰的投资对象公司的会谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资于复杂公司结构以获得利润的对冲基金，意大利绝对是一个不可忽视的市场。这个国家的企业从历史上讲就喜欢交叉持股（cross ownership）、家族控制的控股公司、诉讼和股别套利[①]，所有这些都是对冲基金大显身手的战场。在这片重重迷雾中矗立着一家老牌的巨型投资公司——Mediobanca。在意大利金融界，离开 Mediobanca 什么事也做不成。当时，这家公司在意大利许多著名的企业中拥有大量股权，包括忠利（Generali）保险公司。反过来，Mediobanca 本身又是由一组意大利的主导企业所持有的，这些企业勾结起来签订协议，永远不得向外人出售他们所持有的股份。这样做实际上排除了企业被收购的机会，从而将企业牢牢地控制在精英手中，再通过企业控制意大利。这家银行的前任董事长恩里科·古奇亚（Enrico Cuccia）是一位传奇人物，身后还因为遗体从墓穴中被盗走而名声大振。所有这一切都充满了神秘！

随着新管理层的出现，以及不透明的会计体系的变革，像我们这样的对冲基金可以比以前更加深入地了解这家银行非持股部分的业务。而在过去，这方面的研究完全是费力不讨好。Mediobanca 非持股业务部分的核心是投资银行，还包括一些小型的业务单位，如证券经纪商和资产管理业务。尽管研究起来并不简单，但我们还是可以尝试用传统的估价标准，如市盈率、市净率等，来估计这些业务的价值。一旦我们将实际的业务单位与一般的持股部分分开，我们就可以估测这家公司的价值与市场价值之间的差距。

---

① 股别套利（share class arbitrage），股别是指特殊的普通股和共同基金单位设计，上市公司可能同时发行 A 类或 B 类两种股票，分别赋予不同的权利。例如，一家准备上市的公司可能向公众发行 A 类股票，而向内部人士发行 B 类股票，通常情况下 B 类股票拥有更大的投票权。不同股别的股票在定价上都可能偏离市场均衡价格，其间也存在套利的空间——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

残值交易和持股公司折扣简介

假定 Mediobanca 公司所持有上市公司股票的税前市场报价为 9 欧元，而公司本身的市场报价为 10 欧元。那么这就是说，市场认为银行非持股业务部分的价值是 1 欧元。这就是典型的存值交易 (stub trade) 或残余交易 (rump trade)。我们说存值的交易价格是 1 欧元，不过这个数字完全可能是负数，并且的确经常是负数。分析这一问题的另一个方法是估测企业剩余业务单位的价值，然后加上持股部分的价值（也就是本例中的 9 欧元），得到一个总资产净值或 NAV（净资产价值）（当然，这一分析没有考虑债务的复杂结构）。如果你认为剩余业务的价值是 6 欧元，那么这家公司的总价值就是 15（=9+6）欧元，而市场价格是对这家公司 NAV 打了 33% 的折扣（=5/15）。这就是持股公司折扣（holding company discounts）的含义。

存值计算		NAV 折扣计算(%)	
MB 公司价值	10	MB 公司上市公司持股价值	9
MB 上市公司持股价值	9	MB 公司核心业务	6
			—
残值	1	总价值	15
		MB 公司市场价格	10
		持股公司折扣	33%

将上面所做的分析运用到市场上，你就能够建立起一项交易，也就是买入 Mediaobanca（价格 10 欧元），对于它的持股部分则根据其在持股公司中的构成比例按市场价格即 9 欧元进行对冲，这样就得到了一份残值交易。假设 Mediobanca 的总持股中，忠利保险一家的股份就占了 25%，那么你就应当将 25% 的对冲放在忠利保险上（即 9 欧元中的 2 欧元多一点）。为了保证这项交易真正是市场中性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或至少是货币中性的），你还要对剩余的 1 欧元头寸进行对冲，可以是对整个意大利市场或意大利银行业进行对冲。如果残值占总资产的部分很少（如本例中为 1/10），你也可能对残值完全不做对冲，或根据它们占总资产（15 欧元）的比例进行对冲。这样一来，你的 60% 的头寸（9/15 或 6 欧元）将得到 Mediaobanca 持股公司的对冲，而剩下的 40%（6/15 或 4 欧元）则以核心业务进行对冲。

这样的交易可以设计出无数种，对冲基金经理非常喜欢这类交易。

我们对 Mediobanca 的交易计划非常简单。我们相信这家公司残值的市场价格被低估了。像其他许多意大利的金字塔式交叉持股企业一样，相对于其净资产，Mediobanca 公司在市场上的交易价格打了很大的折扣。在我们建立交易前几年，折扣率接近 40% ~45%，具体数字取决于你对核心业务估价时的严格程度。

拜见行业教父

Mediobanca 公司总部位于米兰市中心，离著名的斯卡拉歌剧院不远。我走过一条僻静的街道，心中不由得想道，这家神秘的意大利银行巨擘隐藏的地方挑选得真好，就在颇具艺术性的地标背后一栋无名的大厦里面。

这座大厦内部静悄悄的，不是那种大声吵嚷的交易场所，而是商业和政治领袖们可以随时秘密进出而无人注意的那种风格。接待我的是投资者关系部的一位年轻女士，她看上去有些紧张，坚持要帮助我打开门。

“联合商业银行（Banca Intesa）的曼齐尼先生建议我们安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排一位高级官员同您见面，纳格尔先生会同您开一个短会，然后共进午餐。”

“好极了。”我随口说道，心里在下琢磨她话里的意思。

纳格尔先生（Nagel）是Medionanca公司的董事长和CEO，是一个大人物，一个货真价实的大人物。天哪，他和我见面会有什么可谈的？联合商业银行的人究竟是怎么介绍我的，能说动纳格尔接见我。当然，我的表现还是很酷的，仿佛这正是一家像霍尔特资本这样的基金应得的礼遇。

纳格尔先生本人和我想象的完全不同。我本来以为会见到一位结合了唐·克列奥[①]和贝鲁斯科尼[②]特点的大佬，讲话口音很重，身边跟着大队令人生畏的保镖。事实恰恰相反，我见到一位年轻人微笑着迎接我，就像一位老朋友。他说：“克罗耶先生？我的发音正确吗？你是瑞典人吧？”当我告诉他，就在还不算太久之前的日子里，如果有人把丹麦人误认为瑞典人，他可能会性命不保，他听过之后笑了起来。“等等，我是不是向此人讲了一个有关谋杀的笑话，而在30秒之前我还以为他是一位教父。”他很友好，过去还从来没有一个人能在这么短的时间里让我觉得相处起来如此愉悦。他带我从会议室进入相邻的午餐房间，一边建议说我们可以边吃边谈。后来我回想道，我对人们形象的愚蠢的先入之见可能让我变成一个糟糕的投资人，所以我特别记下来以提醒自己保持开放的心态。纳格尔先生看上去40岁的样子，不过在大厦令人印象深刻的环境的映衬下他可能显得比实际年龄大。或者，显得更聪明。

“看来你将会是下一个对冲基金明星。”等到我们落座后

① 唐·克列奥（Don Corleone）是电影《教父》中的主人公，美国黑手党家族首领——译注。

② 富于争议的意大利总理——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他这样讲道。我有点困惑了。6 个月前我还以为，在霍尔特基金发行失败时，自己的整个世界将会崩溃。现在，意大利最有权势的银行家当面称我为明星。他这样讲的时候可没有一点开玩笑的意思！我思忖着，在这样的会谈中没有必要装傻。像纳格尔这样的人很容易就能识别不讲真话的人，他们很快就会抛弃对方，以免浪费时间。此外，开放和坦率的态度让我更有机会得到相同态度的回报，从而获得更多真实的信息。更重要的是，我们已经不再是一家只有 355 万美元资产、天天盼着新投资的小基金了，我们有了 5000 万美元在手，而且这个数额还在迅速增加，坦率和开放也是需要底气的。

纳格尔很客气。也许这只是老牌投资银行家的看家本事，可以轻松地令人愉悦，控制现场气氛的能力比葬礼上的牧师还要强。不过他似乎真的对我们感兴趣。他不停地询问我们如何发起霍尔特基金的，对我所讲的发行基金之前种种如何从失败的边缘滑过的故事听得津津有味。让我吃惊的是，他对我们的投资战略也很感兴趣。他拥有兼并收购的业务背景，对并购套利很熟悉，对我们的业务做了不少相当有价值的评论。会谈开始后半小时，我们之间还是由我主讲，他很高兴靠在座位上听取我对未来的种种看法。像这样的一位大人物愿意从我身上学习东西，这让我觉得十分荣幸。

一般情况下，对冲基金不愿意透露自己的投资战略，因为它们觉得自己的竞争优势正是来自这些自有产权的分析和技术。在这次会议上，我采取了完全相反的做法。我十分详细地解释了霍尔特基金在 Medioabanca 交易中的商业细节，以及我们如何通过对冲实现了市场中性和产业部门中性。纳格尔对于我们如何卖空他的投资组合中的股票表现出了极大的兴趣。

我在谈话中运用了如下的类比。为了简化，我们假定 Me-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

diobanca 的业务只有三个部分：忠利保险公司中的股份、意大利电信公司的股份（Telecom Italia，实际持有股份超过 25%），还有核心的银行业务。当你购买了一股 Mediobanca 公司的股票时，你等于对以下四项事实做出了判断，其中没有一项是容易弄清的：

1. 你实际上表明自己知道忠利保险和意大利电信公司股票价格的走势（可是如果你真的知道的话，为什么不直接购买这两家公司的股票）。
2. 你的行动还表明自己知道 Mediaobanca 公司核心银行业务的价值（包括投资银行、经纪业务、资产管理等），与本国竞争对手相比它们的未来表现，以及本国金融产业的总体形势。
3. 你还表明了自己知道意大利证券市场总体上的走势，也就是对意大利总体经济形势的判断（因为这三个业务板块会跟随证券市场整体表现而起落）。
4. 最后，你还表明自己知道持股公司折扣未来的表现，是扩大还是减小。

也就是说，在获得成功之前，不知道还有多少问题需要弄清。相反，霍尔特资本公司则只关注两个因素。首先，我们认为，Mediobanca 的持股公司（市场价格）折扣最终会减小，因为新的管理层正在采取更加透明的措施。其次，我们认为这家公司的核心银行业务至少不会比本国竞争对手做得更差，并且我们对任何可能证明这一判断的市场数据都非常关注。这意味着我们可以放弃许多其他的投资细节，尽管我们的投资决策看上去比只买一股 Mediobanca 公司股票复杂得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳格尔先生看来挺欣赏我们的想法，尽管他不可能鼓励我们卖空忠利保险公司的股票。他对我们的分析方法提供了一些技术改进的建议，对一些持股的账面价值的改变做了说明（如果 Mediobanca 公司出售这些股份可能需要缴税，针对未来的资本利得税，这些持股的价值应当进行调整），还对我们跟踪核心业务价值的方法做了一些评论。其中涉及与 Mediobanca 在法拉利公司中的权益相关的一些权利，不过这些只是很小的修正，反而证明了在我们的分析中没有很大的问题。从他评论时的情绪看，他显然是喜欢和同意我们的分析的，因为我要做的是买入他的股票而不是卖出。总体上讲，对霍尔特投资的分析进一步证明我们对 Mediobanca 的分析是有着事实作为基础的。你还可以说，我们的交易实际上是对纳格尔个人的肯定。我们的目标是不考虑其他业务，只关注他直接管理的核心业务，并将赌注押在他减小持股公司市场价格折扣的能力上。最重要的是，我在交谈中得到的印象是，在 Mediobanca 公司存在着一种真实的愿望，希望减小与公平价值相对的市场价格折扣。而如果说有任何人可以采取措施实现这一目标的话，那正是纳格尔本人。

会谈结束后，我行走在米兰装饰堂皇的金融区的街道中，心中激动不已，为我们的交易而激动，为我们的未来而激动。从数十次无望的投资会议，到今天能够和产业巨子会谈，这中间的变化太快了，不由人不激动。

我心中确信，与 Mediobanca 的会面是成功的，因为我做了充分的准备，我向纳格尔提供的分析绝不是那种他每天都会看到几十次的陈词滥调。它很可能是令人振奋的，他本身也从我们的会议中获得收益。同样的会议，如果准备不好，结果将大相径庭。几个月后我同 SAS 航空公司的 CEO 举行了一次类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似的会议，其中不止一次因为我的无知而尴尬冷场。我询问这家公司将如何处理一份权益，而公司早在几年前就已经将其抛售。接下来，我发现自己对这家公司了解如此之少，以至于不可能提出任何有价值的问题，也不能将对方给我的回答用于有效分析。于是我决定不再浪费对方的时间，他正在努力拯救数千名员工的工作（后来他很快就放弃了努力）。会后我给安排这次会议的经纪商打了电话，对自己准备不足表示道歉。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章
大买卖开始了

花钱，快乐

有了史密斯基金的投资，我们终于越过了损益平衡点所必需的管理资产额度，成为一家赚钱的公司。我们每个月收取一次管理费，变化的影响几乎立刻显现出来，现在我们每个月收到的管理费增加了 3 万美元。由于在这家小公司中其他因素没有什么改变，我们也没有增加新的成本，这些钱几乎完全变成了利润贡献。最终，我们开了一次内部会议讨论如何处理新到手的财富。“发工资吧，大家都等着呢。”布莱恩说。很难对他的建议表示反对。

在后面的几个月里，我们亲身体会到重大趋势的正面影响。我们几乎每个月都能增加差不多 1000 万美元的新管理资产额度，部分来自新增的大型投资人，部分来自确信现在投资霍尔特已经风险很小的老投资人。流入资金的速度不算惊人，但不再像过去哪样缺钱显然预示着我们的未来已经变得更有吸引力。与那些为自己寻找投资理由，而不是像过去那样寻找拒绝理由的投资人一起开会是一件多么惬意的新体验啊。不需要仔细分析，我们就可以知道办公室中每次会议的投资成交概率已经从 2% 增加到了 10% ~15% 的水平。这让我对开会更加着迷。在会议上，你看到的不是过去那些木然的、只想按时刻表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成任务的面孔。现在，参加会议的投资人积极参与、更感兴趣，所有这些都显示出他们在进行认真投资的思考。

我们开始考虑如何花掉一些新增加的财富来提高我们的业绩。马西莫和我共用一台彭博终端，如果我们每人一台的话会不会工作效率更高？如果给布莱恩也来上一台，那么他就可以花一些时间来监督某些交易的市场情况，给我省出更多的时间。我们要不要把路透社的终端也加进来，作为另一个新闻源？是不是应当给大家配笔记本电脑，这样即使不在办公室也一样可以工作？要不要再聘请一名分析师或给布莱恩添一个助手？或者增加一名 IT 人员？要不要中午改叫送餐服务？在花钱方面，从来就不缺少好的建议，不过我关心的则是个人的利润。

基金成长的早期阶段对我而言是一段极其快乐的日子。放弃过去的工作、发行霍尔特资本基金的过程让我经历了大悲大喜，不断被拒绝的过程让我心力交瘁。我几乎丧失了自尊。现在，我终于证明了我自己。我们的绩效很不错——每月以略低于1%的速度增长，差不多从来没有亏过钱。最重要的是，我们的收益表现出与市场波动接近无关的特点，这正是一家市场中性基金的本质特征。我怀疑基金的风险水平可能太低了，不过，在基金走势良好的背景下，我们最不想要的就是增大风险。在早上从海德公园到办公室的例行散步中，我感觉到2003 年春天实在是霍尔特基金盛开的好日子。有一天，我甚至惊奇地发现，每天在 Lancaster Gate 酒店旁边叫嚷的疯婆子也对我报以微笑点头。我的愉快心情想必具有传染性。

2003 年 5 月，普克和我结婚了，我们在哥本哈根北面不远的地方举行了婚礼，这儿离我们长大的地方很近。婚礼现场就像童话一样，老式的白石头垒成的教堂，三面环绕着披着春

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天盛装的白桦林，婚礼的一面朝向平静的湖水。此外，这里离霍尔特镇只有 2 英里。我们未来的孩子也会在同一个教堂受洗。

我的成人生活的大部分是在丹麦以外度过的，不是在美国就是在英国，所以回家结婚让我有机会从紧张的日常生活中摆脱出来，站在更高的水平观察我的生活。我很高兴也很兴奋，因为我能够做自己所深信的事，也觉得自己很幸运，财富在对我微笑。在邻近的狩猎俱乐部的招待会上，许多演讲者谈到真诚对待信仰、爱和承诺的主题①，并在所有这一切中找到生活的意义。不过来宾们也没有忘记在婚礼上对我们使用了传统的作弄手段。几年之后我才意识到，我的喜悦、快乐的私人生活和新公司近来的良好状态之间具有明显的相似性。

在西班牙度过短短 5 天的蜜月后，我们就回来工作了。普克至今仍然认为我还欠她整整 3 周的蜜月。

资产在闪光

> 2003 年秋天，我们管理的资产总额超过了 1 亿美元，此时距离基金成立还不到 1 年时间。

2003 年秋天，我们管理的资产总额超过了 1 亿美元，此时距离基金成立还不到 1 年时间。这一天，公司里没有疯狂的庆祝仪式。一开始我们甚至没有意识到这一重大事件，直到那个月最后一天下午较晚的时候。布莱恩收到五封基金托管人发来的电子邮件，通知我们下个月会有另一笔 650 万美元从一个子账户汇给我们，没有附带任何解释和说明。收到邮件后不久，这笔钱到账了，加上这笔钱，我们就破亿了。我们基金

① “如今常存的有信，有望，有爱这三样，其中最大的是爱。”——《圣经》[林前 13：13]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的名字列在一位客户的子账户名单里，当他们获得更多投资时，会通过子账户自动将一定比例的投资转给霍尔特资本。要是我们在基金发行的时候就在它的名单上该有多好啊。

我们很快意识到，与资产的规模相比，更重要的是资产变动的趋势。当我们管理的资产在四五个月时间里从 5000 万美元增加到 1 亿美元，并且在不到 1 年的时间里完成了从 355 万美元到 1 亿美元的增长之后，在一些人眼中，我们似乎变成无所不能的。我们利用这一势头来修订我们的生意伙伴在缺乏谈判资本的困难日子里强加给我们的不合理条款。每次交易必须支付的 100 美元清算费取消了，100 个基点（base point，简称 bps，100 个基点代表 1%）的融资利差取消了，IT 服务基本费也取消了。我们的平均经纪商佣金率从 15 个基点下降到 8 个基点。这些轻松实现的改变提醒我们，基金早期的运营有多么困难。那时我们整天忙于募集资金，一边绝望地感觉到这些业务伙伴正在慢慢吸干我们的血。他们想的是，万一我们完蛋了，至少可以分走自己的那一份。

除了戏剧性的财富增长，更令人吃惊的是我还收到了《欧洲对冲基金》打来的电话，通知我们有可能入选“年度新基金”评审的候选名单。我们的回报的确不错，但也算不上多么了不起。在这一年的头 10 个月里，我们的收益在扣除费用后达到 8%。不过，我们的收益波动性很小，在一年的时间里都保持着相对稳定，与同期市场的大幅波动形成显著的对比。我觉得奇怪，伦敦有几百支对冲基金，难道区区这点成绩就已经足以让我们鹤立鸡群了？后来我才知道，评奖的标准之一是平均年度管理资产超过 1 亿美元。前几个月我们管理的平均资产只有 500 万美元，所以我们离这个标准还差得很远。换言之，我们根本不符合要求，而到了明年，我们又不能再算是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家“新”基金了。

我还是去参加了颁奖晚会并且乐在其中。参加典礼的这群人在社会上经常被描绘为吸血鬼和跨界罪犯，当我发现聚会的地点居然是皇家高等法院时，禁不住哑然失笑。我实在忍不住想象今天这些穿着细条纹商业套装的与会者，会不会有一天真的穿上监狱里的那种条纹囚服？不过，其他在场的人似乎没有一个产生过这样的联想。相反，就像我在霍尔特资本时那样，所有的基金经理都认为自己向投资人提供了十分有价值的产品，而他们出席晚宴这一事实则是最好的证明。尽管他们之中的许多人做着自己喜欢做的事情，享受着超常的报酬，但对于自己的行为，他们根本不会有犯罪和错误之类的自省。在他们看来，这些都是误解或误导。在 2003 年和 2004 年间的这一段时间里，整个对冲基金产业发生了大跃进，在那些已经运营了一段时间的基金经理们看来，他们帮助投资者创造出价值，因此是不受谴责的。

晚宴洋溢着一种强烈的自我肯定的气氛。我是作为一家银行的客户参加会议的，这家银行为其客户订购了座位。我试图向别人解释我们差一点入选“年度新基金”候选名单，而得到的回答却是冷淡的“是吗，真不错”，我明白在这里不应当充大个儿。各个奖项获奖者的致谢辞大都差不多，不说也知道，气氛沉闷。有几个人喝醉了，开始攻击只做多头的基金经理，说他们是一群白痴，正是他们为我们这些聪明的对冲基金经理提供了交易机会。不过多数人的讲话还是“感谢团队”那老一套。当然，我的这一印象也可能是因为一座奖杯也没能领回家的酸葡萄心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
我们的公司制

向员工支付

2003 年秋，我们跨越了 1 亿美元管理资产的关口，到 2004 年春天又轻松地达到了 2 亿美元，直到接近 3 亿美元的水平。在此期间，我们什么也没做，没有任何新的或更好的改变。然而，在潜在的投资人眼中，我们已经不再是一家高风险的创业公司，而是一家有成长性的、收益稳定（尽管远非令人激动）的投资组合。大约在此期间，对冲基金产业迎来了许多重量级的投资人，因此我们的成功无疑也得益于某些投资人急于寻求投放新资本的心理。当然，我们完全不会在意投资人为什么投资给我们。在 18 个月的时间里，我们已经从一家看上去毫无希望的创业公司成长为相当规模的对冲基金，前景看来一片光明，我们人人都得到了很不错的报酬。想想看，世界变得有多快。

> 在潜在的投资人眼中，我们已经不再是一家高风险的创业公司，而是一家有成长性的、收益稳定（尽管远非令人激动）的投资组合。

我们都渴望领到工资。这里面的思路是这样的：工作是为了得到报酬。我们有关相对报酬的框架协议帮助我们避开了许多小型创业公司中有关报酬争议的麻烦。我们之间达成了协议，三个人的工资是一样的，直到我们的年利润超过 25 万英镑。如果公司的规模继续增长，我们的利润超过了这一数额，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则我们再来重新评估利润的分配方法。因为我对公司拥有100% 的股权，所以我可以非常轻松地说“我们”决定接下来应该怎么做，不过布莱恩知道我不会滥用我的地位。我们在长期中建立起来的信任成为商业关系中的粘合力量。我曾经希望这种报酬协议可以阻止共享股权的公司中常见的破坏性摩擦，特别是在公司早期本来就面对着许多不确定性的情况下。我已经看惯了对冲基金产业中的种种不愉快的分手，不幸的是，我的设计未能阻止我们自己也发生这种情况。

问题出现在基金发行 8 个月后，以马西莫为一方，以我和布莱恩为另一方，我们之间的合作变得无法持续。当时我们还处在高度紧张和困难的时期，还需要提高内聚共度难关，然而办公室里经常发生的争吵使得整个环境让我们所有的人都觉得不愉快。我们知道马西莫已经拿到 Insead 商学院的入学通知，如果 9 月开学后不去上课就会作废。因此，我们决定在夏天做出困难的然而很可能是慎重的分手决定。这种事情在对冲基金界实在太常见了，我们的投资人根本不关心。布莱恩和我在此前几周已经确定了替代人选，来自西班牙的阿伯塔·拉吉，他后来一直在霍尔特工作，直到最后。在投资者看来，这不过是一次普通的人事变动。这样的反应让我们感到奇怪，因为我们对此高度紧张，我们失去了团队的 1/3，而外部世界对这样大的变化如此冷漠：这是对冲基金行业与世隔绝的又一项证据。

在对冲基金行业工作期间，我始终没有看到哪家公司能够很好地解决股权结构和报酬结构的问题，我甚至怀疑是否存在一个最优解。后来的事实表明，持有公司 100% 的股权对我个人极为有利。不过，也像所有的东家一样，我觉得公司没有我就不行，我向那些为我工作的人支付了公平的报酬。在我的记忆中，公司里没有一个人是因为对报酬不满而离职的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大团队

当我和人们谈到资产扩大需要招聘人员却遇到困难时，他们总是说："现在人人都想加入对冲基金，找到合适的人应当不会费力。"是的，许多人热衷于加入我们，这让我想起 1998 年我在 HBS 公司工作期间亲眼见到的互联网泡沫。现在，所有在金融行业工作的人都想加入对冲基金。

从财务的角度看，对冲基金的诱惑是很明显的。不知道有多少杂志报道过明星对冲基金经理，你会看到他们赚了多少钱，并且他们是多么的年轻，这些报道大部分是真实的。在私人权益（私募）基金或投资银行业中，想赚大钱意味着一个人必须给公司里现在的合伙人当上差不多 10 年的奴隶。与此相比，对冲基金中年轻的明星经理只要实现 2～3 年的出色业绩就可以赚到大钱。如果原来答应你的奖金没有兑现，总会有很多其他的基金愿意给你更好的条件，运气好的话不难找到愿意帮助你发起新基金的支持者。所有这一切在这个男孩（是的，男孩，因为在对冲基金里几乎没有女性）只有 28 岁的时候都可以实现。在对冲基金行业，如果一位年轻经理保持出色的业绩，企业将会实现快速的增长，那么将企业的一大部分股份分配给这位经理就是理所当然的。合伙人看重的是将饼做大，即使他们的份额有所减少，从投资收益角度看也是值得的。

除了高额的奖金，对冲基金吸引人的地方还包括动态的和精英主导的文化。在这里，没有人关心你是谁，你的年纪有多大，人们在意的只是你的思想的价值和能不能持续地在市场上赚到钱。在霍尔特资本公司，理论上我们可以投资于任何领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的任何交易，只要它不违背我们对投资人的介绍，只要它是能够赚钱的。我对潜在的雇员开玩笑说："你甚至可以投资于赌马，只要能够获胜并且通知我们的投资人。"我心里一直在等待行业里传开谣言，担心的投资人打电话来问："听说你们把霍尔特的钱投在赌马上了？这是真的吗？"不过这种情景从未发生。

2005 年初，我们管理的资产更多了，扎克和奥利佛加入了我们的分析师团队，萨拉则加入我们成为交易师。经过一年半的时间，我们 3 个人的团队已经扩大了一倍。在聘请多利亚那出任办公室经理后，霍尔特现在总算像是一家真正的公司了。在他们 4 位加入之前，我们工作的情景仿佛还是几个孩子的游戏。现在，我们已经是一家真正的对冲基金，电话响个不停，会议室里面的会议一个接一个。唯一有些特殊的地方是我们所采用的学术化的研究方法，让整个办公室呈现出一种安静的气息。我们甚至还有了一家常去的公司酒吧，就在伯克利广场外一条僻静的街道上，让我们可以在下班后喝上一杯。

2005/2006 年正是对冲基金崛起的高潮，直到 2008/2009 年达到巅峰。在招聘时，我发现越来越多来面试的人已经拥有一定的对冲基金从业经验。这是一个重要的改变。在我 1998 年第一次去应聘对冲基金职位时，这个行当里的从业人员很少。我很怀疑今天像我当时那样刚刚毕业的学生在面试时还会不会有机会由佩利这样的行业巨头亲自安排初试。在那个时候，没有对冲基金经验并不是阻止你进入这个行业的理由，因为本来也没有多少有经验的。此后，对冲基金的数目膨胀到差不多 10000 家，其中有相当大一部分开始收缩或关闭，市场上出现了比过去多得多的有过对冲基金经验的求职者。

我们招聘新员工的途径有好几条。可以在彭博社和金融业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的报纸上发布招聘信息，在我们的业务圈子里发电子邮件，包括经纪商和投资人，还可以请朋友推荐。通常发布一份工作可以收到 175～200 份应征的简历。接下来就轮到布莱恩怀着悲喜交集的心情逐一审查简历，决定哪些人可以进入面试程序。有时，我会听到他在阅览一份有趣的简历时笑出声来。有一位申请者在休斯敦安达信做了三年的审计，然后很不走运地加入安然公司当了能源交易部的交易师。还有一位自学成材的囚犯，受到自己在网上虚拟股票市场交易大赛中获得成功的激励，决定洗心革面，加入一家对冲基金一展身手。（他真的觉得我们是干净的?）当然，我们也收到许多世界级高手的简历，他们打算在发起自己的基金前暂时在霍尔特栖身。我面试过的两名高手现在正管理着大型的对冲基金。

在面试环节中我很快学到的一个教训是：一定要尽早讲清我对面试者的期望。尽管绝大多数人知道我们对他们的期望是什么，也知道他们可以获得什么样的报酬。不过，总有人觉得加入对冲基金就是中了大彩。我曾经白白花了一个小时，面试一个我的心里期望是底薪 75000 美元，奖金也差不多 75000 美元的职位，最后我问他对报酬的期望。

“这个，我现在肯定不能说一定要多少，因为我先要做出成绩来，”他说，“不过我觉得总的收入应该能够达到 150 万美元吧?”

当我告诉他我心目中的数字是多少之后，他的表情仿佛是受到了侮辱。

布莱恩将简历筛选得差不多之后，再经过初步的谈话，就轮到我上场考察此人之前做过的交易案例以及他对投资的思考，最后则是由阿伯塔进行分析能力的测试。可是阿伯塔很快发现，我们在一些缺乏必要的基本分析能力的人身上浪费了太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的时间。于是，我设计了一个简单的问卷，包括 10 道题，在面试分析师时就向他们提出来。下面是其中的 5 道，如果你希望在这个行业中找到一份工作，具备能够回答这些问题的能力是很重要的。

1. 如果你打算从 A 公司中分离它所持有的 B 上市公司的股份，A 公司资产负债表中少数权益（minority interest）的数字对于你建立分离的财务报表有何作用？
2. 法国汽车公司雷诺在日本汽车公司日产中拥有很大的股份。请讨论由此产生的货币风险敞口，以及哪些方法可以用来降低这种风险。假定雷诺担保了日产的债务：你认为这一潜在负债的规模将有多大？
3. 一家公司将折旧的时限从 10 年延长到 12 年。这对它的现金流量表和收益有何影响？如果你将应收账款账期从 25 天调整为 35 天，这会对现金流量表和收益产生怎样的影响？
4. 假定 A 公司有一个数额很大的养老金未支付部分所形成的负债。请问这是真正的债务吗？它是否应当计入负债？如果你知道这个差额是 1000 万美元，你觉得有必要重新考察总资产和总负债吗？你将从这项考察中获得哪些发现？
5. 对于债券来说，“久期”（duration）是什么意思？债券在市场上是否存在 β 风险？

我发现，有许多人在面试中对上述问题无法给出令人满意的回答，尽管他们本身都是很不错的人。

有一位面试者对自己未能回答出上述问题感到心烦意乱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他向我吼道："你1年挣多少钱?"（我的回答是一副困惑的表情。）"好吧，不管你一年挣多少，只要聘用我，你挣的钱就可以翻上一番。我不会做什么精致的金融模型，我到这里来是为赚钱的。"

不管怎么说，我们的工作毕竟是在法律和伦理范围内尽一切可能赚钱。于是我请他具体谈谈想法。"是的，我知道什么时候市场会上涨，什么时候市场会下跌。我用心就可以感受到这些趋势。就是这么简单!"

我带着多少有些不屑的口吻指出，如果真有人能够预测市场，他应当已经像巴菲特一样富有，而不应该浪费时间来基金求职。他似乎感觉自己受到了冒犯，不过他后来接受了我们之间的分歧，我不相信有人能够持续地预测股票市场的走向。据我所知，今天他还在成为亿万富翁的道路上努力着。

短视症

短视症是对冲基金资产流动的本质特征，而这种短视症的结果是我们无法做出长期的经营安排。如果你明知道所有的资产和费用随时可能在6个月内消失，你还会考虑和房东签订10年期的办公室租约吗?你无法知道年底时奖金的总额会有多少，那么你如何劝说一位已经拥有高薪的优秀员工加入你的公司会得到更高的年终奖?这确实是很不容易的。不过，也像其他企业家一样，我们采取船到桥头自然直的态度。我经常在1月份就收到商学院学生的求职信，希望8月份能够到我们这里来工作。"8月?到8月时霍尔特资本可能是现在的3倍，也可能已经关门大吉了。8月仿佛有100万年那样远。"在电脑屏幕上调整我们利润表上的15项变量时，我这样想道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常受到短期业绩指标评估的压力对于基金经理是一个巨大的折磨。

经常面临短期业绩指标评估的压力对于基金经理是一个巨大的折磨。基金发行之后没过几个月，我就亲身体会到每月发布的数据和致投资人的信对自己的影响有多大。我们在那里每天绞尽脑汁地希望建立新的交易，从已有的交易中赚钱。可是，无论是现在的投资人还是潜在的投资人，他们的问题只有一个，即“这个月的业绩如何”，或者“上个月做得怎么样”。投资人当然有权这样提问，不管怎么说，我们是用他们的钱在投资。但说实话，我痛恨这些提问。似乎你的全部工作和激情完全被归结为一串简单的数字，其他什么话都没用，或者更直接地说，你的全部就只是一个数字。我有一位朋友管理着一家小型的基金，他是这样描述这种情景的。

> 你只是一个数字。如果你的业绩数字不好，你就是个坏家伙……如果你管理的资产足够多，你会变得有钱，但你的判决还是会到来，现在最多只能算是缓刑……如果你的基金又小，业绩也不好，你会觉得所有的人，从你的岳母到邮递员，都在用怜悯的眼神看着你，仿佛在说：“这肯定是一个不知道自己有几斤几两的家伙。”而你自己将变得对人充满戒备，将任何人无心的评论视为敌意。如果你参加晚宴，一位在高盛工作的朋友告诉你他升职了，你会以为他这样讲的潜台词是“至少我知道自己在做什么”。有一个月，市场在上涨，而我的基金却下跌了4%，我觉得仿佛人人都在看着我说：“怎么会有人笨到这种程度。”这不是一个能让人快乐的地方。

虽然我对月度收益压力的体会不像这位朋友那样强烈，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过作为一家市场中性基金的掌门人却有额外的压力要对付。既然你声称基金业绩与市场表现无关，那么也就不能将业绩下降归罪于市场。我们必须在每个月都实现收益，并且向投资人证明，他们所有的钱不会同时遭受损失。如果市场下跌，而我们这个月收益也不好，我们就会陷入一种向双重失败的困境。因为我们既没有为投资人赚到钱，也没能向投资人提供我们事先承诺的投资保护。如果你这个月的业绩不好，而其他对冲基金却表现优秀，你会恨不得去吃屎。你在这种自怨自艾的心情中要足足煎熬1个月，直到下个月的投资报告给出一个新的数字。上个月糟糕的业绩成了悬在你头顶上的利剑，你不得不承受比平时更大的压力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章
积极的投资人

谢绝胡扯

如果说像霍尔特这样的小型金融机构有什么地方特别让我自豪的话，那就是我们没有内部政治。与此形成鲜明对照的是我先前工作过的 Lazard Freres 公司，在那里，一个像我这样 22 岁的年轻分析师很快就明白，只有小心地避开办公室里的雷区才能找出适合的交易，而我在对冲基金的工作相对来说就简单得多。如果我们觉得频繁的会议是浪费时间，很简单，我们不再开会就是了。如果穿套装戴色彩鲜艳的领结或颜色相配的粉色帽子能够帮助我们成功，我们就真的会高兴地穿上这些来上班。我们工作的目的是为投资人赚钱，只要我们不违法，没有人关心我们每天做什么。我经常在读文章和看书时看到这方面的描写，大型投资公司的首脑们其实是政治斗争的大师，而不是最优秀的金融分析师。有时我禁不住笑出声来，这不就是在说 Lazard 公司吗？

金融分析是我们工作的本质特征，我们办公室的气氛给人的感觉有时就像图书馆或研究所。我们的工作围绕着一些痛苦的金融分析展开，经常会遇到结构极为复杂的企业，需要将不透明的财务报表剥离出来，找出我们不喜欢的风险敞口进行对冲。在做这些工作时，分析师不会嚷出“卖掉这个狗娘养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的！”或“这家伙会涨到100！”之类兴奋的话，更不会一边击掌一边齐声喊“耶！”我们所关注的事件并不是什么革命性的技术或医药产品，我们认为自己不像竞争对手那样在这些交易方面很在行，所以在我们公司不会听到硅谷或麦肯锡公司里常用的术语。相反，你可能会听到的说法包括“对于这些本来就已经没钱支付的养老金计划，如果你在评估时将经过货币调整的债券价值的下降考虑进来……”

因为我们每次交易的对冲方式都是不一样的，这就给我省却了很多的麻烦，不必向朋友和家人提供乏味的投资建议，而且也不会有人为你提供的建议感谢你。人们会问：“我该买哪支股票？”然后他们会被我的回答烦死：“是这样。如果你以10美元的价格买了A股票，再以3美元的价格对冲B股票，以6美元的价格对冲C股票，再用财务杠杆将你能够买下的多头和空头敞口头寸加倍，你就有了一个完美的交易。”没过多久，人们就再也不来找我咨询这方面的问题了。我也得以从可能的尴尬中脱身，想想看，如果他们听从了我的建议结果亏钱了怎么办。万一侥幸成功，那么下次他们还会来找我继续索要选股提示。在我已经管理霍尔特资本整整5年后，我母亲还是会来问我市场将上涨还是下跌，我自然会向她解释一番，我的基金就是为了避免这种问题，我们的投资方式使得我们的收益尽可能地独立于市场。不过她会完全不理睬我的解释，怀疑地问道：“我明白。可是你这样做是不是因为你觉得市场会下跌呢？”

“谢绝胡扯”的原则同样也适用于我们的交易。加入我们投资组合的每一项交易都必须通过以下几项经常反复进行的测验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 如果不做这项交易，你也不会做其他交易，而是宁肯持有现金。这在特定的市场情况下是一项很好的投资（当然，假定你存钱的银行没有破产）。
2. 当你每天早上来工作时，你实际上还会购买这一投资组合。如果从今天开始你突然决定持有现金而不要任何证券，那么这是你真正想要的投资吗？
3. 你对自己交易的肯定是否存有负罪感？你是不是在努力寻找支持这项交易的因素而故意忽略反面的因素？
4. 在这项交易中你是否拥有真正的优势？

发现交易，扩大利差

随着资产的增长，我们对所持有的证券的投资也开始增大。我们将投资细分为一组“交易主题”（trade theses），这样的称谓不无自大的嫌疑。交易主题就是一种交易理念或假定，可以独立进行对冲以实现市场中性。我们认为这样做会给我们带来优势，因为我们可以运用交易主题的理念分别实施最适当的对冲。通过这样做，我们感觉应该能够避免讨厌的中等规模公司股票/大公司股票的偏差，这是指对中等规模公司建立多头，而对冲时用的却是以大公司为主构成的股票指数，这是对冲基金最常见的一种偏差。我们还要避免的是产业偏差，例如对某一产业建立多头，同时对整个市场建立空头来进行对冲，后者代表的是多个产业，导致对冲头寸不够准确。

我们竭力避免的一种情况是经常性地变换我们关注的特别事件的范围。当我们管理的资产只有 355 万美元时，对任何证券的投资都是高度流动性的。如果你对某一证券的投资额度为 50 万美元，这不会有任何问题。但是，当管理资产增加到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5000万美元后，再加上基金有财务杠杆，你的总投资额度会大幅度扩大。此时，如果你继续投资于规模较小的非流动性的特别事件，你可以有两种选择：要么将你的头寸增加到这样的程度，以至于你对特别事件的知识的价值实际上被稀释了，要么去寻找新的头寸以适应基金的成长。还在基金运营的早期，我们就力图避免这种局面，所以我们只关注足以容纳1亿美元基金所对应的投资规模的特别事件。当基金达到这一规模后，我们聘用新的分析师来寻找投资机会，我可不希望让每位分析师（包括我自己在内）关注过多的交易事件，结果没有时间仔细深入地分析各个事件。我觉得，我们的投资组合所涉及的特别事件的范围已经足够大，我们只要继续专注于同样类型的投资就可以了（当然随着时间的推移会有一些自然的改变）。至少，在我们管理的资产达到5亿美元之前足够了。后来的结果证明了我的判断，霍尔特资本的流动性问题是在投资规模达到6亿~7亿美元后才出现的。

在扎克、奥利佛、莎拉和多利亚那加入我们的团队之后，我们发现在这个公司里几乎可以说任何一种西欧语言。我们可以阅读当地报纸，从特殊的角度观察当地交易中是否有可乘之机。有一天，我正在看《瑞典工业日报》（*Dagens Industry*）上的一篇短文，这是一份不算十分严肃的瑞典商业报纸，喜欢报道富有的企业家而不是真正的企业经营。这篇文章提到了哥德堡的Bure公司，报道中讨论了这家公司陷入了困境，股票价格从30瑞典克朗跌到3瑞典克朗，将不得不进行重组，还计划发行股票认股权从市场上募集资金。股票认股权发行（rights issue）可以采取多种形式，但通常是指一家上市公司为了从股东处募集资金，向他们提供按当前市场价格的一定折扣购买公司股票的“权利”。例如，一家市场交易价格为10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的公司，可能向股东提供每 5 股按 7 美元的价格购入 1 股股票的权利。遇到困难的（因而无法获得贷款的）公司有时会采用这种方式，Bure 恰好是一家深陷麻烦的公司。

Bure 和公司掠夺者

Bure 公司还在挣扎着从 5 年前快乐的互联网时代中恢复过来。这家公司持股结构相当复杂，包括在许多小型的技术型企业中拥有大量的股份，在几家上市公司、一家医疗公司、一家私人权益（私募）公司和一家大型的北欧基础设施工程企业中拥有重大比例的股份。它有一些负债，不过还不至于因此在近期内破产，尽管在几周前曾经有一次非常接近于破产的警报。毫不奇怪的是，这家公司最近更换了管理层，撤掉了原来好高骛远的经理，换上一名来自汽车产业的务实的实业界人士。

有好几个因素使得 Bure 公司成为对我们有吸引力的目标。这家公司没有控制股东，因此当新管理层做出经济决定时将不受大股东的约束。此外，尽管听上去很愚蠢，但股票认股权终究是相当复杂的金融工具，一大批零售投资人将不会接受，他们之中的很多人肯定早已经对 Bure 公司的股票感到厌倦，并且已经因为持有这支股票而遭受了损失。又因为 Bure 公司与如此多的负面消息相联系，估计知名的瑞典投资公司不会愿意在自己的投资组合中出现 Bure 公司的名字。这次股票认股权的条件是这样的：每持有 1 股该公司股票可以获得 1 股新股，两张 5 年期、行权价格为 0.75 瑞典克朗的权证，还有一张面值为 2.5 瑞典克朗的零息债券（零息债券是不付利息的债券，但在到期前会以票面的一定折扣在市场上流通，具体的价格则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取决于距离到期日的长短和债券本身的信用)。天哪，这个条件实在是太麻烦了。面对公司在近期的一系列坏消息，谁还会有兴趣花时间理解这些条件，更不要说拿钱出来投资了。

我们花了几个星期的时间来跟踪分析 Bure 公司的资料，最后得出的结论是这家公司的市场交易价格折扣大约是其资产净值的 45%。听上去折扣很高，不过这在欧洲的持股公司中并不罕见，特别是那些非上市业务不够透明和组织中出现混乱情形的持股公司。Bure 公司有两个特殊的地方吸引着我们。新的、复杂的资本结构令普通投资者望而生畏，我们感到，这三项金融工具（股票、权证和零息债券）定价出现严重错误的可能性很高。同时，我们认为新的管理层的态度是开放，他们会不受任何限制，大胆采取挽救企业价值的所有方法。我曾经问道，这些方法中是否包括终止企业以保全价值的可能，管理层的回答是：“从理论上讲，是的。”此外，当管理层无法得到控股股东的支持时，他们必定会采用对股东友好的策略。因此，我们在这里看到了一个良好交易所需要的全部要素：错误的定价，潜在的催化剂（重大的结构重组），管理层愿意听取来自投资人的合理建议。

> 一个良好交易所需要的全部要素：错误的定价，潜在的催化剂（重大的结构重组），管理层愿意听取来自投资人的合理建议。

当我在哥德堡见到公司管理层时，他们告诉我募资很困难。有一次，在只差 48 小时就要宣告破产的当口才算是融资成功。他们确信 Bure 公司的持股中是有价值的，但他们已经没有足够的现金来支付到期的债务。既然现在已经得到了足够的资金，他们再也不会允许自己重犯过去的错误。嗨，这些话听上去是不是很熟啊。

在确信自己对公司估值的判断正确之后，我们开始对 Bu-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

re 公司建立多头头寸。我们主要购买权证和债券。既然我们可以用相对便宜的价格购买权证，那就没有必要购买昂贵的股票。此外，当公司获得足够的现金并且有望出现转机之后，债券的收益将会上升，而破产的风险则降低了。我们以权证的形式购买了公司 5% 的股份，根据规定，我们必须向证券交易所申报重要持股人的身份。这听上去很酷。想想看，小小的霍尔特资本公司成为一家摇摇欲坠的、家喻户晓的瑞典公司的重要持股人。

两家公司之间几乎有天壤之别。Bure 公司 CEO 列昂纳特·斯万森（Leonart Svantesson）是一个行动力很强的人，他乐于并且非常擅长发现持股对象公司中的经营问题。他竭力按时完成目标，保障运营资本，同时抑制工会的影响。他甚至使用了“实现目标要做到 JIT”。这是我离开商学院后第一次听人说 JIT（准时制）这个词。不过，他显然不知道应当拿我怎么办。我当时只有 33 岁，这样年轻的人在他们的公司里不可能越过组织层级，作为最主要的股东出现在他的面前。他知道我自己经营着一家投资公司，所以不需要越过我的肩膀来寻找背后的决策者，但他无疑认为我并没有随着财富的增长而成熟起来。在很多时候，我对他如此快速地抛弃对我缺乏资历的成见，认真听取我关于公司看法的态度感到吃惊。

显然，对列昂纳特和其他许多拥有工业产业背景的人来说，让像我这样的没有任何产业经验的人在事实上控制着 Bure 这样复杂的公司（数千名员工依靠公司提供工作还贷和抚养家庭），这个体系一定是出了什么问题。而我就在那里，不过 30 岁出头，却要指示富有经验的公司高层该买什么和卖什么，该聘用谁和解雇谁，因为我拥有支持这些要求的行动能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的要求其实很简单。这家公司应当尽可能削减员工数量。它已经变得太臃肿了，只要它的股价还像现在这样便宜，就不会有希望得到新的投资。下一步公司应当设法减少或出售自己在其他企业中的投资以换取现金，尽管现在这一要求并不急迫，因为它刚刚通过股票认股权获得了融资。然后公司可以用获得的现金买回权证和债券，同时将公司的财务杠杆保持在一个保守的水平下。为了鼓励管理层大胆行动，我们会用期权来鼓励他们。可是。经过一番口干舌燥的劝说，我却被委婉告知这并不是他们想做的事。列昂纳特的确捺着性子听取了我的立场，他的主要反对意见是：他不想卖掉那些刚刚出现转机的公司，他认为自己有办法扭转局面。在会谈中间，他甚至说："也许你认为我坐在这里并不称职，最好还是让我离开，去给自己买权证？"

当我们成为 Bure 公司重要持股人的消息披露之后，我不无乐趣地在互联网上阅读人们的评论。有人将我们描绘成恶意的、专门剥离企业资产的坏蛋。应当说，这些分析离真相并不远。当然，除了我们不是坏蛋之外。有一个投资人发现我曾经担任哈佛大学终极俱乐部的主席，他猜想这就表示哈佛大学对此也有份。我自己更喜欢的一个猜测是认为我们很可能是英国阿斯顿维拉（Aston Villa）足球俱乐部的下属部门，因为维拉公园体育场有一个看台的名字就叫霍尔特看台。

作为向 Bure 公司董事会传达必要信息的努力，我们与其他几位重要的股东取得了联系。大致而言，他们同意我们的看法，有些人甚至在过去已经向管理层提出过类似的要求。其中的一家投资人来自瑞典国民养老金系统（AP Fondet），他们当然不可能在表面上加入我们这个准备动摇一家瑞典公司的集团，但也表示不会阻止我们这样做。当我和他们见面后，情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得很明显，我们的立场是完全一致的。

慢慢地，我们所期望的情况开始发生。当然总是比我们预想的来得慢，但毕竟是一个稳定的进步。人员开始裁减，小额的持股份额也退出了。Bure 开始重新站立起来，选出了一位新的董事长。这家公司不再奢谈新投资，而是将注意力集中到自身的资本结构，通过积极的调整来创造价值。他们回购了股份和权证，最终将债券也买回了。股票价格大幅反弹，股票市场价格相对于净资产价值的折扣消失了，我们的工作获得了圆满的成功。我们在 Bure 公司股票市场价格还有 15% 折扣时退出了自己的头寸。我还记得当时对自己说“干得真漂亮”，并且觉得我真心喜欢自己的工作。

Bure 交易最让我们高兴的地方在于，我们的确抓住了一个高度复杂的事件机会，建立了一项完全与众不同的交易。在这桩交易存续期间，我们不是被动地跟着股价上涨而获益，我们本身就是推动上涨的力量。用一句滥俗的话说，我们实实在在地为 Bure 公司的股东和债券持有人创造了价值。在此期间我们自己也赚了大钱，这本来就是我们发起这项交易的目的。不过，通过积极的努力帮助这一切成为现实，这种感觉让我们的工作和更大的意义联系了起来。

公司理财知识概述

对于那些有兴趣了解公司理财知识的读者，我在下面做了简单的解释，说明为什么 Bure 公司的行动有可能提高股东的价值，以及我们是如何从中获利的。

在股票、权证和债券发行后，我们的研究就大有用武之地了。债券的交易价格需要与到期日价格相比有一个很大的折扣，收益率很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高。权证的交易价格也低于内在价格（也就是说，你可以购买权证，在低于股票市场价格的价位上执行它。这在理论上是不应当发生的，不过执行权证的过程可能持续2~3周的时间）。

我们认为，权证是管理层最有可能为我们创造价值的金融工具。假定公司的权益价格为100美元（再假定公司一共只有100股，则每股价值为1美元），而它的NAV（净资产价格）是150美元。那么公司的交易价格相对于净资产的折扣就是33%。再假定现在公司出售价值为25美元的资产，再按每股1美元的价格买回它的股份。经过试算，此时公司的净资产价格就是125美元，新的权益价格为75美元。除非股票价格上升，否则公司的净资产交易价格折扣将从33%上升为40%（50/125）。而为了保持相对于净资产交易价格33%的折扣，股票价格将会上涨为1.11美元。

价格调整		初始 NAV	试算 NAV	折扣调整
净资产价值	150	净资产价值	125	125
可交易股票	100	可交易股票	75	75
每股价格	1	每股价格	1	1.11
市场价格	100	市场价格	75	83.3
折扣	33%	折扣	40%	33%

事实上，如果管理层会向市场发出信号，表示愿意采取措施改变交易价格折扣过高的现状，那么股票价格的上涨幅度可能会更高。

在欧洲，任何一家持股公司的管理层对此都心知肚明，光是来自对冲基金的不停的聒噪就足以令他们每天都感到头疼了。Bure案例的特殊性在于，它发行在外的权证比股票还要多，用同样多的钱可以买回3倍的权证，对NAV折扣产生极为显著的影响。与此相似，你也可以从另一个角度来理解，这家公司在用高利率借钱以保持对被高折扣定价的净资产的持有。将部分资产出售，买回部分债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方面可以降低净资产价格折扣，同时还降低了债券到时无法偿付的风险。

许多 NAV 价格折扣高的企业在辩解时总是说自己的持股是“战略性”的（我不太懂这个词是什么意思，我的理解是，当他们这样讲时，实际的意思是“你最好别再问了”），并且还会说，与个人股东相比，他们可以帮助持股对象公司创造更大的价值。可是在我看来，如果一家公司的市场交易价格与其持有的资产价格相比形成了一个很大的折扣，这表明折扣本身就为公司进一步的投资设定了门槛，在决定任何潜在的或当前的投资之前都应当确定这样做对投资人是否创造了价值。既然你可以按 40% 的折扣价购买自己的股份，那么除非有特别的理由，就不应当去买别的东西。如果你买了自己的股票，你就等于买了打了 6 折的商品。而且你在这样做的同时还进一步让它变得更便宜了（在这个例子中，剩余的股票等于以一个更高的折扣在市场上交易）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章
真实的一天

下面的日程是我作为对冲基金经理工作的典型例子。

6:15　醒来。我用手机做闹钟，放在离床 10 英尺远的充电器上，这样手就够不到停止的按钮。过去放在床头柜上的闹钟已经被我打坏了。那些告诉你人会习惯于早起的人都是无耻的骗子。

6:35　离开家门，匆匆由诺丁山经过公园前往梅菲。经常希望当天下雨，这样我就可以有理由不走路，而是花 7 英镑乘坐出租车，9 分钟后就可以到南莫尔顿街（South Molton Street）上的咖啡店要上一杯浓缩咖啡，然后再到办公室。

7:10　抵达霍尔特公司。打开三部电脑，开始从生活中进入金融世界。所有的新闻都呈现在屏幕上，我可以在几秒钟内知道世界各地以及证券市场上发生了什么事。我们做交易的股票的代号都已经输入电脑，任何有关它们的新闻都会得到突出显示。几分钟后，我对当天的主要情况已经有所了解，还查看了经纪人发来的电子邮件的主题。没有什么特别的。看来我本可以在床上多赖一会儿的。朋友发来 YouTube 上好玩的笑话，没人注意时我会打开链接看看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7:50 与经纪商联系，发出今天的交易指令，如果价格达到我们的预期就执行。调整心情开始阅读一份长篇的钻井平台产业报告，我早就想尽快看完它。

7:52 一个经纪人打来电话告诉我当天的新闻，这些我都已经知道，我不需要这样的信息，我在电话里将这个意思告诉了对方。

8:00 绝大多数欧洲市场开始开市竞价（opening auction）。

8:07 交易师告诉我，一支我们正在交易的股票出现了有趣的异动。价格上涨了一大截，交易放量。我和她开始分头打电话询问背后的原因。

8:12 太棒了。基金价值上涨了 120 万美元。很不错，照这个速度发展下去，到下午的时候我就会像比尔盖茨一样富有了，尽管这些利润还不到我们当前管理资产总值的 0.5%。

8:27 价格上涨的那家公司出面否认了本地新闻中关于他们可能被收购的传闻，它们希望保持自己的独立性。股票价格开始直线下落，我痛恨自己没能抓住机会卖空这支股票。

8:32 今天的业绩已经变成了亏损 50 万美元。世事无常，在这个例子中，20 分钟分钟就可以有这么大的改变。我试图放下这一切，带着有些烦恼的心情回去再读我的钻井平台报告，可气的是，电话不停地打进来，都是告诉我那个收购谣言不成立的废话。给我在这家公司认识的人打了个电话，想问为什么会从原来愿意考虑收购的立场倒退了。没找到人，做了电话留言。他一直告诉我有些高级管理人员急于套现出场，我想从他那里打听情况是否改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9:00 来面试的约翰按时到达。我们想再聘用一名分析师，此人的简历相当不错。我喜欢这个人，特别喜欢他讲的攀登阿拉斯加麦金利山[①]的故事，我一直想去爬这座山。我问他为什么会离开前一家对冲基金，他回答说虽然他的业绩很出色，但他和投资组合经理之间的关注点差别很大。为什么没有人愿意承认自己业绩不佳或者是被解雇的？我没有揭穿他，因为他正在谈论他做过的一些有趣的交易。我认识他的老板，如果我们准备聘用他，我可以和他的老板核对有关的信息。多利亚那敲了敲会议室玻璃墙，用手势告诉我有电话找。我向约翰道别，将阿伯塔叫进来。阿伯塔是我们这里的斗牛犬，他喜欢探测应聘人员的分析技能。我在面试中扮演红脸，而让阿伯塔去考察这些人会不会加减乘除或是否知道如何进行现金流量分析。

10:20 今天公司到此为止的业绩刚好持平。电脑屏幕上每隔几秒钟就会显示闪烁的盈亏数字，黑色代表赢利，红色代表亏损。黑色—红色—红色—黑色—黑色。盯着它看令人昏昏欲睡。我关掉了电脑上的自动更新功能，现在，只有在我按下 F9 时才会显示盈亏数据。可是，我还是会经常地按下 F9。钻井平台报告的阅读速度很慢，刚刚看到第 7 页，不过现在我可以加快一些。

11:30 离开办公室去金融城和荷兰 IT 供应商的管理层一起吃午餐。我和安迪一起去，他是我的朋友，在梅菲区的一家大型美国基金公司工作。我们在出租车里闲聊交

① 阿拉斯加麦金利山（Mount McKinley in Alaska）是北美洲第一高峰，海拔 6193 米——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易情况，一起咒骂伦敦的高房价。可能会有不好的事发生，我可不想到那时手上持有抵押银行的股份。午餐安排在 42 号大厦的顶层，这是伦敦最高的建筑之一。从这里向南看风景很美，漂亮的泰晤士河，远处是翠绿的山冈。在那里，生活中的每一秒钟并不是由金融世界来主宰的。我在这里见到一些熟悉的面孔，我们点头致意。CEO 只是在那里照本宣科，一些来宾克制着让自己不要睡着，其中也包括我。我可以请他们到我的办公室来谈谈，不过有时我喜欢参加小组午餐，这样可以听到别的基金经理们会问些什么问题，以及管理层是如何表述的。

13:30 回到办公室。盈亏数字变成了正的 50 万美元，情况好多了，但还不到可以庆祝的时候。

13:35 给普克打电话告诉她今晚不回去吃饭。她说我答应过要和她的母亲（正在伦敦旅游）一起用餐。我向她道歉，然后说一定会找时间。“你总是这样说。”她回答道。

14:10 继续开始读钻井平台报告，但是被奥利佛打断，他想和我讨论一桩新的银行业的交易。如果在爱尔兰银行的资产中消除上市的美国公司和波兰公司的股份，其剩余的国内业务的交易价格明显高于竞争对手，尽管它们之间的业务结构很类似。我们可以对爱尔兰银行做空，而对它的上述两项附属业务和廉价的竞争对手做多以锁定利差。这个计划听上去很合理。可是最近奥利佛做的交易屡次失手，我在同意前还需要做些谨慎的分析。“可是现在的行情非常有利。”他说，站在我的桌子前面不肯走。我让他再等等，心里面想要不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要先放下钻井平台的报告，仔细看看他的分析。我不让他觉得我在故意忽视他。

14:46 我有些头痛，想喝下今天的第5杯咖啡来抑制头痛。我无法将注意力集中到报告上，经常弄不清半潜式平台数据的意义。我决定让自己休息10分钟，在网上看看CNN新闻和《纽约时报》。彭博终端有一点设计得特别好。即使你是在看一篇足球报道，屏幕上的显示还是和平时工作时一样，没有人知道你其实是在偷懒。

15:15 我们的一家大型投资客户的分析师给我打来电话要求对投资进展进行一次简短的通气。他只是想知道上个月哪些交易赚钱，哪些交易亏损，好将这些资料放在他的内部报告里。听到他告诉我许多其他基金上个月的表现和我们差不多，我有些担心。“我们的业绩向来应当是与其他基金不相关的。”我这样想道。他再次告诉我，他们希望我们能够调高风险承受水平。

16:05 另一位分析师扎克找我谈话，他现在能够“200%”地确定，一家德国企业将拆分其持有大量现金的业务部门，这一部门将被德国电信收购，我们该采取行动了。几天前当他和我谈起这桩交易时，他还只有110%的把握，结果什么也没发生。“200%”的预测水平当然比“110%”好得多。有一次我告诉他我认为某件事发生的可能性是90~95%，而他显然将其理解为50/50的机会。我觉得各自不同的表达方式是有趣的，但是，到了需要真正计算交易机会的时候，这种可能引起误解的表达还是让我感到恼怒。

16:25 闭市前竞价开始了。安静的一天，我们当天的盈亏数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字是 25 万美元。这样小的变化经过四舍五入后在我们的报告上根本就反映不出来。多利亚那没有多少需要记录到系统中去的交易，不过今天我们给她准备了一份生日蛋糕的惊喜。她应当会感到意外，因为通常她总是为别人订生日蛋糕。不过这也意味着我今天不能享受闭市时的星巴克了。

16:47 和一名交易员开会讨论保险公司交易。我们一直在跟踪一家英国的保险公司，发现这家公司的投资组合价值下跌的速度远远超过其公司价值。我们仔细地分析了它的债券组合的期限，判定这家公司的长期负债中出现了期限不匹配的情况。我们还注意到它有许多未履行的互换交易，这和它的业务无关，通常是一个不好的信号。我们相信，这里面存在着一个真正的投资机会。

17:55 布莱恩请我参加和摩根的一次通话。摩根公司的某人说，关于减少某项手续费的问题，尽管在实际操作中并不困难，但他遇到了一个哲学上的反对意见。我告诉对方，瑞银公司可能不会有这样的哲学考虑或其他妨碍降低手续费的考虑，他不情愿地接受了。我们现在有了两家主承销商，这就是由此带来的好处，尽管我们和其中任何一家的关系都不会像原来只有一家时那样亲密。

18:30 离开办公室，和一位朋友一起喝一杯，然后再和经纪商共进晚餐。今天我一共读了 32 页的报告，与一些混乱的日子相比，这个数字还可以接受。我的朋友计划发行一支对冲基金，他告诉准备如何通过朋友和家庭募集 5000 万美元，然后就开始运营，直到资产增加到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4亿美元，以及下一步如何继续扩大。我对他在言谈中所表露出来的意思感到不快，好像“既然你能够做到，那么别人也都能够做到”。每次有人向我讲述类似计划时，我恨不得手里都正好捏着一枚硬币，好扔到他的头上。

19:45 回到办公室，带上其他人前往一家体面的法国餐厅去和瑞士经纪商会面，他比我们晚到了10分钟。为什么每次这样的晚宴都要安排在8点钟？我们大部分人下班的时间是18:30或19:00，还想着尽早赶回家里。看来，经纪商认为，除非我们在晚上11点钟醉醺醺地离开餐厅，否则就不叫尽兴。当然，他很友好，知道如何让话题持续下去。他还带来几名年轻人，他们显然在娱乐客户方面受过训练。主人向我们谈起一些交易，对于那些我们感兴趣的交易，我们的了解比他深入得多，剩下的都不是我们所关注的。不过倒是值得了解一下。

11:30 回家，上床。脑袋还没沾到枕头就睡着了。

上面叙述的复杂的一天是虚拟的，不过内容都是从实际生活中来的。我相信这样的描写多少反映出霍尔特资本日常工作的风格。不过，管理对冲基金最大的乐趣还是每天都会遇到完全不同的挑战。此外，它也未能反映出这项工作在个人生活中造成的成本。2004年12月，在我妻子普克生下孪生女儿安娜和索菲亚后，我只休了48小时的假就回来上班了。在她们3岁之前，从周日晚上哄她们入睡到下一个周六的早上唤醒他们之间，我几乎看不到她们。每天早上我上班时，她们还没有睡醒，而晚上回来时她们已经入睡。在最初的日子里，周六早上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当她们看到我时，流露出的眼神就像是在看陌生人，而我的朋友们却会经常在我面前炫耀他们与孩子的关系有多么密切。

管理对冲基金的工作需要每周 7 天、每天 24 小时连轴转，这并不奇怪。

管理对冲基金的工作需要每周 7 天、每天 24 小时连轴转，这并不奇怪。不过我还是对自己放心不下工作的程度有负罪感。当我们外出享受难得的假期时，我经常还会回到电脑前处理办公室中实际的或潜在的危机。我经常找借口给办公室打电话，了解当天的盈亏数字。最后，我意识到，解决这一问题的最好方法是将家庭休假安排在西方的地区。在加勒比海地区，当我们早上从床上爬起来时，伦敦的交易时间已经过了一半。不管我如何努力想毁掉我们全家的休假，到闭市之前一共也只有几个小时可以用。相反，如果我们是在埃及或迪拜，普克总会说我在晚饭的餐桌上心不在焉。因为此时我脑子里想的，是伦敦市场此刻正在进行闭市前竞价。

另一方面，尽管管理对冲基金的压力特别大，但我的工作时间比起当年商学院的同学并不算长，而且我在周末很少工作。与投资银行家们或咨询顾问相比，这份工作也不算坏。

尽管有这些看得见的牺牲，但我还是喜欢这份工作给我带来的自由，觉得自己十分幸运。我做的是自己真正喜欢的工作，而不是作为公司里的一个小齿轮，由他人来安排我的时间。将霍尔特资本的工作与当年在 Lazard 公司担任分析师的工作对比时，我常常忍不住笑出声来。与现在的工作相比，那时我更像是在坐牢。下面是我对当年工作日程的回忆。

8:30　穿上你最漂亮的套装，准备好成为这一代人中宇宙的主宰者。你只希望没有人注意到你已经连续 5 天穿着同一套衣服来上班。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忙碌或被别人发现你还不够忙碌：

9:00～11:00或更晚 被变态的上司痛骂，常常只是作为对当年自己扮演你这个可爱的低阶角色时所受的虐待的一种发泄性报复。他们带着一种快意让你在无穷无尽的试算表上进行格式上的小修改。最后整出来的必定是长达50页、包括上千个数据、带着各种颜色和阴影标记的庞大的Excel模型。最后，老板的老板在晚上9:30下班的时候做完了修改，接下来轮到你的老板在10:00下班，他会在下班前将模型还给你，请你在明天早上前完成“我们所需要的一些修改”。后面的时间就没有人再催你了。

我在Lazard公司工作差不多8个月之后，有一天，已经到了午夜了，我还在发疯般地试图完成一张试算表。我知道负责这桩交易的合伙人正在他的办公室里面不耐烦地等着我的结果。我的手机上已经有两次在响起的时候显示“布莱德·伊文斯”的名字，仿佛在说：“布莱德·伊文斯。生气的合伙人。生气的时候会吃人。”他不喜欢被一个年轻分析师的工作绊住，他本来应该可以让助理或副总裁来替他监督这个年轻和无知的分析师。我完成了最后一部分的分析，快速地检查了一遍，然后飞奔下楼，手里的打印件还是热乎乎的。

布莱德一声不吭地从我手上接过分析报告。他检查着数字，似乎还算是满意。突然，他神情大变，脸沉了下来，拿出计算器开始核对。“噢，不。”我心想，已经知道接下来的会是什么。他用一支粗大的蓝色笔在一个数字上画了个圈，带着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压抑的怒气从牙缝里挤出一句话："这个数字错了，你要重来。"

"对不起，"我说道，"肯定是 Excel 表上发生了一个错误的链接。"

"对不起？这么简单？"他轻蔑地说，接下来突然提高声调怒吼道，"我他妈的不要什么对不起。拜托你下次做对就好了。那个数字被我发现是错的，我他妈的怎么知道还有多少个数字也是错的？这是个不中用的报告，拉尔斯。你是个废物，废物，废物。"

我赶快逃离了他的办公室，唯恐有什么重物向我扔过来。离他的办公室不到 10 英尺就是夜班文字处理人员的办公桌，他们大多是野心勃勃的演员或音乐家，做这份工作来补贴家用。在我忍受了这番辱骂后走过他们身边时，他们都看着我，我经过的第一个人说道："小伙子，不管你做了什么他都不应该这样对你。他和你讲话的口气就像在和狗说话。"

自我提醒：尽管当年我对这些顶头上司们恨之入骨，可是今天，有些前奴隶主竟然已经成了朋友，真是令人难以置信。

如果你不忙碌：

第一条原则：要表现得看上去很忙碌的样子。

9:00 ~ 18:00　同样的一套狗屎。1994 年之前还没有网络服务，所以没有机会在网上玩冲浪。工作无聊透顶。有一个人把《战争与和平》夹在研究报告里面看。

18:00 ~ 19:30　去运动场。不要忘记把外衣放在座位上，好像你马上就会回来的样子，千万不要忘记关闭自动屏保的功能。那时还没有手机，只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	离开大楼谁也找不到你。
19:30	订餐。记住要和那些忙得没有时间吃饭的人一起订，这样可以花他们的晚餐补贴，给你自己搞些不错的寿司，在沉闷的会议室里独自吃饭的时候至少会有小小的得意。
21:00	订车。从消防道走楼梯溜出去，不要让别人看到你早下班。否则周五下午说不定就会接到人事部门的电话，通知你加一个新的项目。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分

奋斗在一线



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章 接受实际的考验

与 1 亿美元擦肩而过

到 2005 年时，霍尔特资本已经运营了 3 年，管理着接近 3 亿美元的资产，是一家在市场上不可小看的基金。过去，人们担心我们太年轻可能管理不好投资组合，现在，这些顾虑已经烟消云散。那些跟踪我们业绩的投资人对我们在投资和分析中表现出的一致性感到满意。我们的收益是与市场不相关的，尽管收益水平并不起眼，但我们正向客户提供有力的证据，证明我们有能力逐渐提高风险水平，提高我们的业务对投资人的吸引力。

一家美国最大的银行一直在和我们讨论设立一个管理账户，他们看上去是认真的。管理账费用户（managed account）是一个与主基金分开的投资实体，它试图拷贝主基金的证券组合，同时又为投资者所拥有。作为基金管理者，我们可以收取正常的费用，并且对账户拥有完全的控制权。为了平衡增加的行政和交易费用，我们要求这支基金的规模相对于我们现有的 3 亿美元管理资产（AUM）要足够大，这样才值得接受。几天后，他们又回来和我开了一次为时 1 个小时的电话会议，与会者包括投资银行部主管杰克·尼尔森（Jake Nelson）和一位银行董事，他们说准备投资 1 亿美元成立这一账户。我们高兴得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要发狂。这家银行里负责该投资项目的低级员工在我和杰克开会前表现得十分不安。如果我给对方留下一个不好的印象，他们会在内部因为推荐了我这个投资项目而受到责怪。他们事先为我准备了杰克常问的问题，帮助我适应杰克的谈话风格。显然，在这一阶段，他们更关注的是如何让我给杰克留下一个好印象，至于霍尔特是不是一个好的投资机会倒在其次。在同一些潜在投资公司的高级官员谈话时，我经常会注意到的一个现象是，这种谈话常常是相当乏味的。问题和对话本身可能都是非常友好的，但是要谈到对霍尔特和我们公司投资风格的认识，其他人可能反而深入得多。我只能猜想这是因为他们实在太忙了，以至于不愿意因为拒绝霍尔特而让自己的团队受窘。

经过几年跨越式的发展，我们梦想着能够晋级到 10 亿美元规模的基金行列中去，这家银行就是能够帮助我们实现这一梦想的投资人。由于管理账户的性质（从法律上讲这就是一支新的基金），许多律师加入到准备工作中，他们每小时收费 900 美元，所以工作起来劲头很大。问题出现时的第一个信号，是我们的银行中的主要联系人丹尼斯·莱尔（Dennis Lyle）对我打过去找他的电话，等了 4 个小时才回复，我当时是想问钱什么时候到账。这时离预定的基金运营日期只剩下几天了。我觉得在这种情况下，他应当会立刻回我的电话，除非他自己家里着火了。不幸的是，从某种意义上说确实如此。

“嗨，拉尔斯。我是丹尼斯。”他的声音中有一丝犹豫，似乎身边还有其他人在场。

“嗨，丹尼斯。一切都顺利吗?”

“啊，是的。一切都还好……应该说不完全是。我还不能确定。我们这一层办公室今天老是有人来来往往。其中一些人的面孔我还是从公司网站上认识的。都是高层。谁知道呢，说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不定我们要被收购，这样我的期权可就值钱了。”丹尼斯讲道，显然不知道自己该相信什么。我问起他对投资组合的看法，我们讨论了在某些证券上放大操作的最佳方法，从而让我们新账户得到最好的执行效果。正当我们的讨论进行到货币对冲时，他突然打断了我的话。“请等一下，有人要见我。”一个很长的停顿，然后他说：“我会打回给你。”接着就挂断了。45 分钟后我打了回去，电话直接转为留言功能。我直到下班回家时也没有接到他的电话。

第二天一早上班后，我收到了丹尼斯的电子邮件，信中是这样写的：

> 实在令人难以置信的消息。到我办公室来的人是人力资源部的。他们解雇了整个团队，直到杰克。我实在想不到会是这样。看样子他们已经将我们一笔勾销，准备将对冲基金投资外包出去。目前还不清楚这会对我们的霍尔特项目造成怎样的影响，希望我们能够保持联系。

我给他回了信，除了在这种情况下必定要讲的话，诸如“我们当然会保持联系”之类的，我还提到会在周围的朋友中间打听哪里需要雇人。

这天的晚些时候，我收到了来自银行法律总顾问的电子邮件，上面写道，银行已经决定终止对冲基金团队的所有投资，包括对霍尔特资本的投资。信中还提到在我们双方签署的合同中有一项条款规定，只要钱还没有汇入我们的账户，银行就有权反悔。不过他同意向我们支付在筹备过程中已经发生的法律和行政费用，我们放弃了这项提议中的利益（哪怕是每小时 900 美元的收费），因为与维护一家差一点给霍尔特投资 1 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的大银行的关系相比，这些费用不算什么。

与往常一样，布莱恩总是对前景抱有健康的乐观态度。“我们已经做好了干大事的准备，尽管这次是个挫折，但我们对此没有责任。可是，只要我们能够像现在一样业绩良好，还会有很多其他的大投资排队等着来敲门。就凭我们差一点弄到1亿美元投资，至少说明我们做对了一些事。”

当时，全球10家最大的对冲基金投资人中有4家已经投资给霍尔特。当然，它们的投资与其本身的规模相比是相当小的。如果你掌管着100亿美元的资产，那么即使投资5000万美元，也并不是一个大数目。不过，从这4家投资人身上可以得出的正面结论是：他们都愿意打破常规投资给霍尔特，而且其中每一家都有能力将投资额度增加到几亿美元，只要他们愿意。反过来讲，这意味着我们应当专注于让我们当前的客户感到开心，而不必花费时间和精力到处吸引新的投资人。对于我来说，这是一个新的思路。多年来我已经养成了习惯，逢人就讲我的那一套，只要他们愿意听，而实际情况却是，许多人并不想听。

5000万美元可不是小数目。

5000万美元可不是小数目。有人做出决定，将这笔钱给你而不是给别人来投资，这一决定背后的影响可能是巨大的。他们本来可以用这笔钱来投资于Google或Facebook，让钱增值上百倍，或者也可以将它投入新兴市场基金，上一年的收益可以高达50%。然而他们没有那样做，相反却选择了霍尔特资本。不过由此也产生了另一个问题。当霍尔特资本的规模增加到现在这样的水平之后，投资人的人资规模通常会大于1000万美元。此外，投资人开始对我的背景进行十分详尽的调查。这可不像早先找工作的时候，潜在投资人只要听到我的前老板说我是个好员工就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会相信。现在，大型的投资人往往会自己做背景调查。有时我会收到很久不联系的朋友发来奇怪的电子邮件，告诉我某某人和他联系，询问我在大学里的行为，是否曾经吸毒，或者我是否真的是零差点高尔夫球手①。显然，有些投资人后来没有在意他们所发现的有关我的负面信息；但是，我也听说有人在背景调查后决定不再投资，我很想知道他们到底发现了什么。在过去的历史中，哪些东西会吓跑投资人？我告诉自己，他们想必是发现了布莱恩过去有不检点的行为，肯定不是因为我。

下面是我所了解到的一些背景调查的发现：

1. 在我生活过的地区有些未支付的停车费账单。
   (我对此没有任何印象了——回答绝对诚实。)
2. 普克在离开丹麦前往纽约和我一起生活后，没有支付 T-Mobile 公司的电话账单。
   (唔，这么说我是结婚即负债……)
3. 我没有更新自己在麻省的驾驶执照，此后也没有在美国的任何一个州申请新的驾驶执照。
   (我在驾驶执照还未过期之前就迁到英国工作了。)
4. 我曾经在《大都会》杂志②的文章中出现，讨论纽约紧俏单身男如何看待女性魅力。
   (这当然算不上我的光荣一刻，而且文章对我的看法显然是曲解了。)
5. 我在纽约买酒时曾经因未满 21 岁被罚。

---

① 零差点高尔夫球手（scratch golfer），男子零差点球员是指打球水平达到具有美国业余锦标赛比杆赛参赛资格球员标准的业余球员。他的发球距离可以达到 250 码，两杆可打到 470 码的球道长度——译注。

② 《大都会》(*Cosmopolitan*)，国际知名女性杂志，在中国内地发行时名为《时尚》——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（不予置评，尽管我们欧洲人对持有更加自由的态度。）

6. 我和著名的丹麦画家有亲属关系。

（错误信息。那位画家的姓是 Kroyer，我的姓是 Kroijer。不过也有可能是真的，因为原来这两个姓的拼写很像，直到很多年前一位牧师发放结婚证书，在拼写他的姓时在“y”上加了两点。）

7. 我是哈佛大学同性恋俱乐部的主席。

（很奇怪的信息。当然不是真的，我是异性恋。不过我很气愤他们在商业决策中受到这一个人问题的影响。我在哈佛大学的时候是一家终极俱乐部的主席，它的成员全部为男性。后来才知道，这是一家竞争对手终极俱乐部里的朋友开的玩笑。）

8. 我差一点就到蒙古工作。

（我曾经向蒙古私有化部申请暑期工作。）

9. 我在以荣誉学生毕业于哈佛大学的问题上说了谎。

（这个问题有些尴尬。我获得的是所谓的第二年荣誉学生称号，这是基于成绩的一种荣誉，我以为这就是以荣誉学生毕业。至今我也不清楚它是不是这个意思，而且我对学习期间的成绩也不再关心。不过，在这名调查员看来，这中间的区别显然是很大的。）

10. 我换了姓名。

（是的。我最早的名字是 Lars Kroijer-Jensen，但在我还很小的时候我母亲决定在所有孩子的姓氏中去掉 Jensen，因为在丹麦这是最常见的姓氏，我经常被别人称为 Lars Jensen。Lars 也是那时最常用的名字。我对此并不感到奇怪，在 Google 出现之前，拥有一个特别的姓是能够给自己带来方便的。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，背景调查的游戏已经发生了很大的改变，我们有了数据挖掘、搜索引擎和像 Facebook 这样的社交媒体新工具。在它们的帮助下，所有你不想让别人知道的陈年糗事都可能被挖出来。这也是我为什么任何时候都反对人们起诉自己过去的业务客户、合伙人或员工的原因。即使你能够赢得诉讼，在此后的很多年里你都必须向人们解释为什么 Google 搜索的结果说你曾经卷入诉讼。你不得花更多的力气来解释你不是一个好讼之人。碰上这种事，就好像你要在纽约肯尼迪机场向移民局官员解释，尽管上次申请签证被拒，但实际上你没有任何问题，同时还想请他让你尽快通过，好来得及赶上 30 分钟后在曼哈顿的一次商务会议。对了，别忘记付清你的停车费。

母基金

投资对冲基金不是外行人可以胜任的。即使你能够躲开那些形迹可疑的对冲基金，考虑到绝大多数对冲基金向小额的私人投资人只提供稀少的信息披露，你最终可能还是很难理解其中的投资细节。如果投资对冲基金不是你的全职工作，或者你也没有足够的资本同时投资于几家对冲基金，此时投资母基金可能是一个不错的替代选择。在过去的 10 年里，随着对冲基金产业的爆炸性增长，母基金的数量和它们所管理的资产也有了巨大的增长。

母基金（fund of funds）是指投资于其他对冲基金的基金。尽管现在的趋势是规模越来越大，可能是因为这类基金的规模优势比较明显，但每家母基金的投资战略和规模可能差别很大。对冲基金投资研究和尽职调查是耗费巨大的工作，小型的母基金可能不具备完成这些工作所需要的资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霍尔特资本绝大多数的投资人都是母基金，我发现这些母基金管理者的能力相差很大。有的母基金似乎并不关心别人托付给他们的投资，还有的则是行业中真正的顶尖精英。最优秀的母基金清楚地了解不同投资战略间的区别、每一种投资战略的特殊风险以及这些风险相互间的关系。一家称职的母基金起码应当知道一家对冲基金的业绩是否仅仅来自市场的上涨，再用财务杠杆放大收益。这一指标可以判断对冲基金是真正创造价值，还是简单地顺从市场潮流获利。这样的母基金会自己组织对冲基金投资交易分析，从中发现基金经理自己不曾想到的风险。通过这些努力，母基金将能够建立起由业绩最好的对冲基金构成的投资组合，从风险的角度看这些投资是相互匹配的，总体的投资高度多元化，并且保持一个精心选择的、适当的风险水平。

我过去一直以为母基金的工作特别让人羡慕，因为你可以经常与世界上一些真正聪明的人谈话，他们全身心投入自己的工作，还特别热心于将产品卖给你，而你做这份工作居然还是有收入的。实际的情况却远不是这么美好。一些为母基金工作的朋友确实乐于挖掘天才的对冲基金经理，学习新的对冲基金战略。但是，面对千篇一律的演示和说明，再多的热情也被消耗殆尽了。一位朋友有一次告诉我，他参加投资大会时要在一天内会见9家不同的对冲基金。

> “你要在那里面坐上一个小时，几乎不讲话。经理们都准备了漂亮的图表和图形，上面到处是气泡和箭头，罗列出他们在市场上竞争的各项特别优势。所有的说法都来自同样的商学院教科书，有的说自己是“我们的价值创造引擎”，有的是“我们的可持续竞争优势”。你经常会遇到一些自恋的或自我膨胀的基金经理，显然他们以前已经不知道听到过多少经纪商和业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务往来客户的吹捧，声称他们有多聪明和与众不同。那些运气好、投资业绩不错的经理不是很渴望新的投资，他们会以不加掩饰的轻蔑神情和你讲话，因为你在他们特别需要的时候没有投资。他最喜欢这样讲："也许将来我们可以设法为你们安排一些投资的机会。"开到第9次会时，你已经精疲力竭，已经记不起来谁说了些什么了。我试图在演示材料上记下他们的长相和穿着。但是，他们看上去全都一个样，"年纪大约40岁，蓝衬衫或卡其布衬衫，白人，戴眼镜"。我很高兴这些不是征婚网站上的广告文字。可是，也有这样的时候，当你正在感到厌倦的时候，突然发现了一个独特的基金，你相信其他人或者其他所有母基金都还没有认识到这家基金的价值，你会立刻觉得来了精神，他们可能确实做出了一个完美的捕鼠器，这就是你发掘出明星基金经理的机会。

母基金的主要问题是叠加的费用。只有一些特别大规模的投资人有机会享受费用上的折扣，通常母基金收取的年度管理费用为1%，然后再收取扣除费用后收益的10%作为奖金。如果将本来就很高的对冲基金管理费用加进去，你很快就会意识到，只有在一大堆穿着卡其布衬衫的白人小伙子都拿到自己的一份收入后，才会轮到母基金投资人。可是，如果你实在想投资对冲基金，又不了解每支基金的特点，也雇不起别人帮你全职调查这些基金，那么为最优秀的母基金支付这些费用还是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章 当大街上流血的时候

伦敦地铁爆炸事件

作为对冲基金交易师，2005 年 7 月 7 日伦敦地铁爆炸事件和 4 年前在美国发生的“9・11 事件”给我的感受是完全不同的。当第二架飞机撞向纽约世贸中心那一刻，全世界都已经知道发生了严重的恐怖袭击事件，其后果将是严重的，其影响将是深远的。在美国股市开市前即已经进入交易的所有美国股票指数期货立刻出现全线下挫。而伦敦爆炸案则完全不同。我第一次听到这一灾难消息是来自一位经纪商发来的电子邮件，他告诉我利物浦街地铁站信号中断，现场出现了混乱。“这有什么新鲜的?”我这样想道，很快就回到日常工作中，不再考虑这件事。“我只是有些担心安妮会不会因为地铁事故而在彭博社的约会中迟到。”我的小妹妹安妮今年暑期在霍尔特资本实习，她今天早上 8:30 要到离利物浦站不远的彭博社接受终端平台使用培训。

不到 1 分钟，我又收到一封来自某个经纪商的电子邮件，看得出他急于将这条信息第一个通知大家：“利物浦站冒出浓烟。”这一回，尽管没有详细的内容，但逐渐披露的信息已经足以让我回想起 4 年前的情景，当时我收到的第一条信息也十分简单：“世贸中心起火了。”我开始给我妹妹打电话，信号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法接通。我猜想她肯定是在地铁里面，也就没有再多想。

接下来没多久，开始有几条新闻报道伦敦地铁几处瓶颈交汇站发生了严重的延误现象。“她肯定会烦得不得了。”我一边想一边看着股票指数稍稍下挫了一点。然后我就看到了一条显著的新闻通告：“伦敦地铁爆炸。”我的心沉了下去，我记得当时的第一反应是抬起双手放在胸部，就像拳击手准备防守的姿势。我心想：“坏了，这是恐怖袭击，而且可能是连环爆炸。”此后，除了利物浦车站有几个人受伤外，再没有新的伤情报告，没有图片新闻那种视觉冲击，情况看起来不像纽约那样严重。

一条新闻报告说，利物浦街至少已经有一个人死亡，此外在爱德华路上也发生了爆炸。从事件发生算起已经 45 分钟了，我一直在试图联系上安妮，但是电话网络已经瘫痪，显然是因为打电话的人太多了。我考虑要不要步行前往利物浦地铁站，但很快就放弃了，那里肯定已经被警察封闭了，何况在一大堆激动的混乱人群中，想找到她恐怕也不太可能。我还时不时地盯着屏幕看我们的基金业绩，很高兴地看到我们的业绩在当前这样一个显著下跌的市场上没有出现起伏，这说明我们的对冲是成功的，它起作用了。就在此时，我在网站上看到了公共汽车爆炸的照片。双层巴士的上层车顶完全被掀掉了，上层空间裸露出来，就像是你在伦敦经常可以看到的城市观光车一样。办公室里的人们做出了迅速的和一致的判断。受伤和死亡的情况肯定比目前媒体报道的严重得多。到那时为止官方还没有公布汽车爆炸案的死亡数据，但是，仅凭常识就可以知道，一次能够将整个汽车顶层掀掉的爆炸，发生在交通高峰期间，死亡的人数不可能会是一个小数字。我们已经看到了汽车爆炸后的现场，然而到现在官方还没有发布报告，其他地方的爆炸结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会如何？

我的情绪开始陷入狂乱。为什么她的电话到现在还不能接通？我给普克打了电话，请她打开电视，在家里陪着孩子们，不要外出，可是妹妹的电话还是打不通。从第一次爆炸到现在，时间已经过去了1个小时，每分钟都有新的死亡确认的消息传来。“求求你了，别让她受伤害。”我祈祷着，同时像没头的苍蝇一样乱撞，尝试任何可能发现她的消息的方式。给医院打电话或到医院去？不会有用，我根本不知道从何下手。走到街道上找她，同样不现实。如果她能够做到，她肯定会回办公室或与我们取得联系。我和彭博社方面的联系人通过话，她很肯定地说我妹妹没有如约出现在他们的办公室。

公告的死亡人数越来越多，我的精神也变得越来越紧张。现在，确认死亡的人数已经上升到20人，媒体认为这个数字还会增加。我暗自下了决心，如果我妹妹出事，我就离开伦敦回到丹麦和我的家人生活在一起。“我在外面世界的生活到此为止。”我这样想道。我的同事们试图安慰我，每天有上百万人进出这座城市，我的妹妹不会有事的。我几乎已经打算给我在丹麦的父母打电话，告诉他们伦敦受到恐怖袭击，而我怎么也联系不上安妮。这在此时，“叮”地一声，过道里传来熟悉的电梯到达的声音。安妮从电梯里走了出来，她的神情仿佛这只是一个普通的上班工作日。同事们围了上去，我没有讲任何话，只是将额头上的汗水擦去，然后放心地笑着。安妮这天早上被困在地铁里，她乘坐的就是在利物浦站受到袭击的地铁后面的一辆。后来她不得不下车沿着漆黑的通道走上地面。地铁员工告诉她前面有一辆车发生了故障，她以为不是什么大问题。她同预定见面的彭博社人员打过几次电话，都没有接通，于是决定步行穿过伦敦中区回到我们在梅菲区的办公室。她感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉到一定发生了某种不寻常的事件，但在听说伦敦发生了连环爆炸后还是感到吃惊和后怕。

这天剩下的时间里我们还是难以相信发生了这样的事情，而且我们意识到下一次爆炸随时可能发生。我们这一天几乎没有做交易，部分原因是我们的注意力转移到了别的地方，还有部分原因是我们的交易都处于或多或少的对冲保护之下，因此没有很多的交易机会。在市场闭市后我们决定给投资人发一封电子邮件，说明我们的心情和那些在今天爆炸中受到影响的人一样，但是我们的投资组合没有受到影响，我们这一天的业绩是持平。

在爆炸案发生之后的数周甚至数月之后，整座城市仍然生活在恐惧中，谁也不知道会不会再来一次。我们的办公室靠近著名的商业区邦德街和美国大使馆所在的格罗夫纳广场，这两处都很可能成为下一次攻击的目标。我们在内部开始辩论是否有义务帮助我们的投资人利用这个机会获利。如果伦敦再遭受一次恐怖袭击，股票市场肯定会应声而降。如果我们能够利用地利提前获得攻击发生的消息，哪怕只是比市场中的其他人提前几秒钟，我们就可以利用这个信息抢在市场下跌之前卖空整个市场或市场中的某些股票。但是，这样做是否不道德？如果真的有恐怖分子在离我们很近的地方实行攻击，如果我们都可以听到他们活动的声音，那么我们应当怎么做？从道德上说，难道我们不应当冲上前去帮助受害人吗？我们能够心安理得地坐在舒适的椅子上从这一情景中获利吗？

我继续进行这样的思想实验。我们这些对冲基金经理整天一心一意，忙于提高费用收入或组建完美的投资组合，而对于金融世界之外的人类，我们是不是变得冷漠了？我还记得“9·11”那天，就在第二架飞机撞击世贸大厦后不到 1 小时，当人人都可以清楚地看到恐怖袭击造成的破坏后，有两个交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师兴奋地击掌为贺，因为他们就在袭击开始前不久无意间购买了一家航空公司的信贷违约保护产品（对于航空公司无法支付债券的情形给予保险）。由于航空产业在袭击中受到重创，这些产品显然将实现极大的增值。我可以确定的是，这两人中至少有一位是最无可怀疑的真正的爱国者，然而即使在他的眼中，一桩极其成功交易的瞬间快乐还是压倒了对在袭击中受伤害的美国公民的同情心。同时，我对自己刚才想到的如果妹妹出事就回到丹麦的念头也感到不安，这是一个健康的态度吗？它是否反映出我对在伦敦经营这项事业缺乏严肃的承诺？我自认为是前者，不过心里还是在怀疑着。

尽管觉得这样做有些愚蠢，可我们还是决定建立一个“灾难股票名单”。我们列出了20家在伦敦受到恐怖袭击后可能受到特别冲击的欧洲股票（有些是在美国上市交易的，这主要是考虑到恐怖袭击如果发生在欧洲市场闭市后的情况）。其中包括英国航空、保险公司、银行和旅馆业的企业。我们还建立了一个交易系统，让我们能够在灾难发生后只要几秒钟就可以决定卖空一定数量的上述股票。我们还有一个机制来判断只有当股票下降的程度不超过某一百分比时才启动这一交易，而当发现交易时机已经错过时就会停止交易。我们将这份名单放在我们的“直接市场交易”（direct market access）操作平台上，当事件发生时，只要按下按钮就可以启动交易。我记得自己在做这一准备工作时内心颇为痛苦，但还是劝说自己，在追逐利润的激烈竞争中，这就是对冲基金经理应当做的。即使我们不做，其他对冲基金还是会做的。梅耶·罗斯柴尔德[1]曾经

① 梅耶·罗斯柴尔德（Mayer Amschel Rothschild），1744年2月23日至1812年9月19日，罗斯柴尔德家族的创始人，被誉为国际金融之父——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一句名言，“当大街上流血的时候，就是买入的时机到了”，意思是说投资人应当在恐慌和绝望达到顶峰时买入资产。相反，我们所做的却是“当大街上流血时”卖出，只是要抢在整个市场做出反应之前。

谢天谢地，我们这份“死亡商人”[①] 的交易从来没有机会执行。



① 通常指从战争中发财的军火商——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章
我们的优势

难以言说的“优势”

> 与潜在投资者打交道会遇到很多问题。经过一番初步的考察，当确认你不是骗子之后，他们最常问的问题是：“你的优势是什么?”

与潜在投资者打交道会遇到很多问题。经过一番初步的考察，当确认你不是骗子之后，他们最常问的问题是：“你的优势是什么?”他们想知道你为什么认为自己能够击败市场。对这样的问题，我们当然早有答案。做这一行的，随时要做好准备。你必须向潜在投资人解释为什么投资给你比玩飞镖选股票收益更多，否则你就无法证明向他们收费来管理其投资是合理的。你从基金经理那里听到的回答经常会是“法务会计（forensic accounting）”、“一流的研究团队”、“经过市场考验的专有的投资机制”、“更优化的投资流程”等等。有时投资者会完全陷入专业术语的迷宫而无法理解我们想说的是什么，于是他们只好选择历史上业绩最好的企业来投资。“没有人因为买 IBM 而被解雇。”这就是他们常说的话。

许多投资人还要我们描述竞争对手的情形。通常我们会回避这个问题，而代之以讨论我们的方法，例如某一项交易其他基金也做过分析，但我们运用了大量的对冲工具，从而让我们的投资方式具备了独特性。还有些投资人试图测试我们对一些投机活动的技法，例如“特别事件”、“空方/多方”、“不良资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产基金”等等。我们的回答是：“我们的做法和他们格格不入。”实际上，当市场上绝大多数基金赚钱时，我们也赚钱，当其他基金亏钱时，我们也会亏钱。

真相是，人人都是我们的竞争对手，可是我们又没办法指出具体哪一个是竞争对手。如果我们能够实现 8% ~12% 的年度收益，并且让收益完全独立于市场或其他基金，那么我们就没有什么竞争对手。如果我们真的与其他任何东西不相关，同时还能实现正的收益，任何投资者都会在自己的投资组合中给霍尔特基金留一个份额。有一段时间我们几乎相信这是可以实现的，但是，当尘埃最终落定之后，我们等到的只有失望。

> 在霍尔特基金，我们认为将基础的价值分析和事件评估相结合的投资分析方法可以为我们带来独特的视角，由此实现卓越的回报。

在霍尔特基金，我们认为将基础的价值分析和事件评估相结合的投资分析方法可以为我们带来独特的视角，由此实现卓越的回报。我们运用对冲战略创建我们真心相信的投资组合，包括利用错误的定价建立头寸，我们的交易常常看上去相当令人费解。例如，我们可能对一支股票做多，同时又对其他四支不同货币标价的股票做空。我们收获了很高的成功率，这似乎表明某些做法的确是有效的。然而，我们也像其他人一样，总想做得更好。在基金运营三年后，这一意愿引导我们走上了对本地公司与两家全球企业进行配对交易的道路。

霍尔特捕鼠器

我们现有战略的演变将我们卷入了油轮和钻井平台产业。当时我们正在研究丹麦的一家油轮公司 Torm 公司[1]，它在一家干散货公司

① 世界上最大的石油产品运输企业——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

D/S Norden（运输铁矿石和的谷物等产品）中持有股份。我们的研究试图将 Norden 的部分从 Torm 公司中分离出来，将剩余的业务同其他类似的公司进行价值对比。

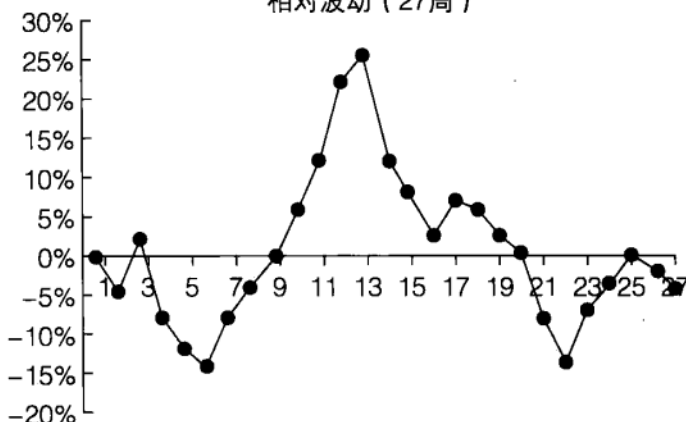
很快，我们就得到了一幅直观的图像。油轮的使用寿命是有限的，大约为 25 年，每年可以使用的天数也是固定的。如果你掌握了这家公司最重要的日租船费率的数额，你就可以准确地判断油轮的价值。这正是最关键的地方。过去 5 年来，最大的标准油轮（VL-CC，very large crude tanker）的日租用费率的波动区间可能从每天 12000 美元到 250000 美元。如果成本结构大致固定，那么多出来的钱就直接变成了利润。这也说明了为什么大型油轮企业的股票价格波动得那么厉害。如果你前一年还在亏损，而第二年的利润就变得像微软一样丰厚，你的股票价格当然会这样大起大落。但是，我们分析的角度不是某一家公司的绝对收益，而是不同公司间的相对绩效。

我们研究了 14 家资产构成比较专一的油轮公司，从中发现了一个趋势：尽管油轮的日租费波动很大，但不同油轮间的相对费用则在长期中大致保持稳定。这是合理的，因为每艘油轮的载油量是固定的。因此，如果我们掌握了油轮利用率、人工费用、保养、成本等数据，我们就可以建立一个标准模型，能够在不同的油轮公司间进行价值对比。根据这一认识，我们建立了一个复杂的 Excel 模型，其中可以容纳每家公司的整个船队，数据则分解到船队中的每一条油轮。我们运用这一模型来计算每一家船队的价值，只要输入每条油轮估计的日租用费率就可以了。

经过推算，我们得出了一些有趣的结论。正如你可以想象得到的，这些公司资产（船队）之间的市场价值相差很大。最有趣的是，在一个高度波动的市场上，在修正了日租金费率通过财务杠杆对资产价值的影响之后，再来考察这些公司股票价格之间的相对变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们得到的结果是，尽管从短期来看波动是随机的，但只要到了中期，就会呈现出明显的均值回归[①]。这一结论同样是有说服力的。在进一步修正了其他少数几项因素之后，我们就能够在可比的基础上对不同公司的价值进行分析。我们发现，推动某一公司股票价格上涨的因素对相关公司也有类似的效果，即使在短期市场波动中某一公司的股票价格未能体现这一因素，但在中期这一因素的影响必定会表现出来。



在这些分析的基础上，我们建立了一系列油轮公司的配对投资组合，其中的企业要么显著偏离价值基础，要么显著偏离历史交易区间。每一对投资都力求做到对日租用费率、货币品种或市场的变化保持中性。例如，我们可能在 10 美元的价格上做多一家企业，同时在 15 美元的价格上做空另一家企业。考虑到前一家企业的财务杠杆比后一家高，这宗交易仍然是市场中性的。再考虑到，油轮航运业可能是世界上国际化程度最高的产业，我们特别偏爱跨国境的交易。

① 均值回归（mean reversion），一种注重基本面的价值投资理论，认为价格和收益等指标最终都会走向均值，而偏离均值则可能带来投资机会。但是，如果公司的基本面发生变化，例如收益能力改善，则意味着原有的均值发生改变，从而不再有过去意义上的均值回归——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家在美国上市的油轮公司与一家在奥斯陆上市的希腊公司之间可能是非常相似的，但是这两个股票市场的表现在短期内却可能是完全不同的。而这就是霍尔特资本出击的最佳时机。

当油轮公司的交易在一段时期内取得持续稳定的收益之后，我们将目光转向了钻井平台。与油轮类似，钻井平台同样是受使用年限约束的资产，经营面向整个国际市场，有为数不多的企业在证券市场上市（这些公司大多集中在休斯敦和奥斯陆）。与分析油轮公司时一样，我们建立了一个复杂的金融模型，具体到这些公司拥有的每一座钻井平台。我们掌握了这些钻井平台的年限和类型，还有它们所获得的商业合同。接下来也是和油轮公司的情形一样，我们开始在钻井平台公司间做配对的交易。

我们认为，这些交易是有效的，我们已经在这方面成功地建起了（利润）捕鼠器。我们相信，市场上没有其他任何人像我们一样对这两个产业进行了如此透彻的思考。对油轮和钻井平台这两个产业进行投资分析需要大量的时间和精力，还要具备跨时区和跨货币分析的能力。我对我们的工作质量非常满意。我们能够在这个行当中立足，是因为我们做到了卓越的分析，并在此基础上建立了独特的投资收益组合，这些都是别人所没有的。我怀着满意的心情检查这些交易中的每一个细节，有时也会抬起头想："这不正是我加入这个行业的原因吗?"

不幸的是，我们从未能发起一支独立的油轮/钻井平台基金。尽管主基金已经做到了相当不错的规模，收益良好，但我们从不认为有必要发行一支新的基金，作为既成事实推销给潜在投资者。我们也担心，投资人会认为发行新基金预示着我们在主基金上的精力可能分散，结果反而会从主基金撤资。回顾起来，这样的担心很可能是毫无道理的，我们应当更大胆一些，在几位投资人的支持下发行这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支新基金。从另一个角度来看，没能发行新基金以及放弃发行新基金的机会，正是霍尔特公司承受风险水平过低的一个表现。

我完全理解对冲基金经理们为什么要发行独立的基金。当你手中只管理一支基金时，也就意味着你的前途完全靠这一个产品，这时你的地位当然是很脆弱的。一旦基金业绩不佳，你就可能不得不立刻退场，没有挽救的余地。通过建立多元化的独立基金组合，同时保持这些基金之间的不相关性，到了艰难的时刻你就可以有喘息的空间。当然，如果你手下管理的 5 支基金都是高度市场依赖的，那么实际上你并没有做到多元化，到了熊市时，它们会一起崩溃。2008 年，许多对冲基金经理在痛苦中领悟了这一教训。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章
像大公司一样

一间比较像样的基金公司

到了 2006 年，霍尔特资本管理的资产已经稳定了好几年了。在 2003 年秋我们成长到 1 亿美元之后，我们很快收到了更多的资本，达到将近 3 亿美元的规模。在那之后，我们的增长就停了下来。在无意间，我们创造出一种特殊的格局，稳定的收益令少数投资人对我们紧追不舍，但同样也是因为这种稳定的、没有惊喜的收益，不会有大量投资者破门而入给我们送钱。投资流入的平稳意味着我们很难进入巨型的、管理数十亿美元资产基金的行列。不过，作为一家中型基金，霍尔特仍然算是利润丰厚。

长期的持续赢利的确为公司经营带来了某种稳定性。聘用了几名新员工后，我们在伯克利街的办公室不够用了，后来搬到一个较大的、专业装修风格的办公室，有着高高的天花板，地点就在布鲁克街和邦德街交界的地方。新办公室有一个小厨房，玻璃隔断的会议室和办公间，看上去很像回事。根据布莱恩的安排，我只在搬迁之前去正在装修的新址看过一次。周五晚上，我们关闭了旧办公室的电脑，周一早上在新的办公室重新打开它们，一切都顺利得令人难以相信。

在这段时间里，我也觉得自己真的像是一个老板了。霍尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特资本开张初期的日子充满了混乱，我们经常自问：“天哪，我们现在究竟是在做什么？”经过几年的运行，我已经经历了绝大多数紧急情况，再次遇到这些情况时凭直觉就知道应当怎么做。除了上学时担任过足球队的队长，在霍尔特之前我其实从未有任何领导经验。现在，面对大大小小需要决策的事务，从大型投资到微不足道但必须立刻确定的小事，我的领导风格摇摆不定，时而仿佛友善民主的调停人，时而仿佛独裁的暴君。我的体会是，在决策时，千万不要退缩，问题总是摆在那里，不会因为你的回避而消失。有些问题事关霍尔特的生死存亡，其他的则只是一些平凡琐事。下面是一些常见的例子：

你现在能批准在这笔交易中投入 2500 万美元吗？

我们应该聘用 A 还是 B？

这单交易应当和摩根士丹利还是瑞士信贷做？

我们要不要给办公室买一台咖啡机？（你脑袋被门挤了吗？喝速溶的。）

我们新 LOGO 的底色选哪一种蓝色？

还有无数的这类问题。慢慢地，我发现自己每天花在这些日常事务管理上的时间变得越来越多，而我本应当将更多的时间花在研究投资报告上。有时，经过一周的紧张和长时间的工作，我在周五晚上离开办公室时突然意识到我这周根本没有进行任何财务分析，而我渴望自己沉浸在财务分析中的快乐。

除了赢利上的好处之外，管理资产的增长还有其他两项好处。首先，行业里的人开始认真看待我们。我们在这行里待的时间越长，认识我们的人也就越多。资产增加后，我们和金融业务伙伴谈判时的地位也相应得到改善，因为他们开始竞争我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的业务。在早期，有些人可能会轻视我们，但现在他们都积极地同我们接触。就像西部银行的杰伊，有一天打电话给我说是要恢复联系，而当初我们刚刚发行时，我给他打过 3 次电话、发过 4 封电子邮件都没有得到回应。

“听着，”杰伊说，“我会经过你们新装修的办公室，想趁这个机会介绍一下我们的工作。我们现在有一个超级棒的产品套餐，无论是交易执行还是研究都是顶呱呱的。我觉得很抱歉，自从你离开 HBK 之后我们还没有做过业务。”我心想要不要问问他为什么一直不接我的电话，但最后还是忍住了。“你们现在已经是一家真正的基金了，”杰伊继续讲道，“我的意思不是说你们之前不是……可我们实在是忙于优质客户。当然，我不是说你们不属于优质客户。”我在电话的这一头可以感觉到他正在变得越来越尴尬，经过一段紧张的停顿之后，我笑了起来。

“你们现在已经是一家真正的基金了，”杰伊继续讲道，“我的意思不是说你们之前不是……”

“听我说，杰伊，”我说道，“我知道这是怎么回事。我们规模太小了，而你又必须完成自己的任务。没关系，不要再想这个了。我们现在就定一下开会的时间，然后争取开始业务往来。”

当你已经从失败的处境中解放出来之后，宽厚待人总是更容易一些。

管理更多资产的最大好处是我们现在拥有了更多的人力。我们团队的平均人数差不多是 7 个人，来自管理资产费用的增加意味着每个人都可以得到更高的报酬，并且是马上就可以得到，而不是承诺未来会更富有。当我们已经聘用了若干名分析师之后，我们的确需要建立起一个正规的报酬机制。2005 年，我们发现，随心所欲的奖金系统会带来一个显著的弊端——心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理上的落差。我自认为对每个人都很公平，而所有的人都觉得自己所得与贡献相比实在太少。那是一个不太好的年份。在扣除费用后我们的收益只有 5% ~6%，因此可用于分配的奖金并不多。奖金总额相当于基金向投资人收取的激励费用的 70%，其余 30% 由我和布莱恩分享，这不光因为我们是创始人，还因为我们分别担任 CFO 和投资组合经理的职务。尽管总的分配大致是适当的，但到手的钱也许不像某些人期望的那么多，有的人明显表现出了不快。有一个人甚至在谈话时假装听错了，接着则又似乎难以抑制自己的愤慨。

"你给我听着，"我告诉他，"你的收入和我当年做分析师时相比一点也不少。区别只是我给公司合伙人赚到的是法拉利，而你帮我赚到的才只有半辆沃尔沃。坦率地说，你这种态度是无礼的。"

这个家伙终于明白，他要么让步，忍下来这口气，要么走人。我最讨厌的是，有人在奖金谈话时总喜欢试探公司的底线，想看看能不能多要一点，这似乎是奖金系统固有的弊端，没有人能够免疫。外人经常告诉我，我们是一家出了名的内部最和谐的对冲基金，这里的人们是真心喜欢在一起工作的。但我也记得提醒自己，当初在我自己也是奖金的领取者而不发放者的时候，我的想法其实和他们现在没有任何区别。

许多人都是奖金的接受者，他们痛恨猜想奖金数额时的不确定性。我要说明的是，坐在奖金会谈这一头的人同样日子不好过，原因很简单，没有人会真正觉得高兴和感谢你。相反，他们担心如果表现出很高兴的样子，那么明年的奖金可能会变少。

在因为奖金问题而闹得不愉快的次年，我们建立了一个系统，分析师的收入按他们为公司所创造的收益的一个比例分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配，而非分析师则按公司所管理的资产额度和整体绩效发放。为了不和整个行业脱节，我事先向几位经营对冲基金的朋友打听了他们的做法。大致来说，常见的分配原则是50%归出资人，25%归投资组合经理，25%归分析师，其余的管理团队则不能分享管理费用。在我制定的分配系统中，分析师的份额较高，他们可以得到自己通过交易为公司争取到的激励奖金中的40%～50%，但不超过奖金总额的2/3。制定上限条款主要是考虑到如果某人当年亏损巨大，而另一个人赢利巨大，我们可不希望最后全公司辛苦一年变成净负债。为了鼓励员工留在霍尔特资本，我将奖金的1/4延后发放，也就是只有当两年后员工仍然在本公司工作才能领取。过去我给别人打工时并不喜欢这一条，现在轮到我自己当家了，我发现自己很喜欢这个让忠诚员工得到更多利益的制度。

简单的算术就可以帮助我们来计算，假定我们有4名分析师（包括投资组合经理在内），管理的资产为2亿美元，资产平均分配给每个分析师，这样在交易组合中每人的份额为5000万美元。如果大家的收益率都是10%，则每人激励奖金的数额为100万美元（5000万×10%净收益×20%奖金）。这样一来，他们的奖金就等于40万～50万美元，基本工资是15万～20万美元。在我看来，这已经算是足够体面的收入了，再假定我们管理的资产额度达到5亿美元，甚至10亿美元，分析师则只有5人。这个数字会迅速变成一个相当惊人的数额。上述讨论的一个副产品是帮助我们清楚地理解在对冲基金产业中真正想赚大钱的人应当怎样做。假定一家100亿美元的对冲基金有8名合伙人，再假定这一年的年景特别好，收益率达到了20%。按照标准的对冲基金费用结构，年度费用收入将达到6亿美元（100亿美元×20%×20%+100亿美元×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%）。所有的非合伙人员工的报酬和费用有 5000 万美元就足够让他们很快乐了，剩下的 5.5 亿美元则由 8 个合伙人来分享。平均而言，他们这一年每个人都可以带回家大约 7000 万美元，然后在 1 月 1 日回来上班，祈望明年同样的收获。由此你也就可以理解为什么纽约或伦敦切尔西区的豪宅在金融泡沫破裂前会贵到那种程度。这种只有俄罗斯商业寡头才能想象的巨额收入就这样轻松落袋，而你只不过是一家有着滑稽名称的对冲基金公司的 8 位合伙人之一。再想象如果创建合伙人（founding partner）的分配份额是一半，而不是刚才所假设的 1/8，如果基金的资产大于 100 亿美元，如果收益率高于 20%……

暴发户的生活

经营对冲基金就像坐过山车，你不知道什么时候会从狂喜陷入死亡，我经常因此而失去了对宏观图景的认识。

经营对冲基金就像坐过山车，你不知道什么时候会从狂喜陷入死亡，我经常因此而失去了对宏观图景的认识。我好像从来也不会抬起头来思考："真不错，你已经把希望变成了现实。"总是有另一桩交易，下个月的月度报告还没有写，或者有一些危机会随时爆发。即使是这样，几年的成功经营还是逐渐地改变了我自己的生活。

在孪生女儿出生后，我们搬进了时尚的诺丁山地区的一所大房子。这所房子并不便宜，不过与生活质量的大幅改善相比，我们的付出还不算多。看上去我们的邻居要么是富有的外国人，要么是私募基金或对冲基金经理，偶尔也会有一些银行家。在这样高价格的居住区，你是不会在邻居中看到消防队员或教师的。由于缺乏拥有"正常工作"的居民，这里似乎有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种不现实的气氛。所有的高档餐馆里都挤满了衣着光鲜的顾客。周围是像画上一样完美的家庭和朋友，我也乐在其中。仿佛有用不完的钱，没有人怀疑这样的景象将永远持续下去。

将女儿送到本地区的私人学校，其甄选过程之严格令哈佛大学的入学申请显得像是开玩笑。我们甚至听到谣言说有些妇女将剖腹产的时间限定在某一个特殊的月份里，以便让自己的孩子在等待入园的名单上处于有利地位。有一次我们接待了孩子在同一个幼儿园的家长来访，她无意间问孩子："你们是穷人吗?"这是因为她震惊地发现我们居然让两个孩子共用一间卧室，而且我们在法国南部没有专用的消暑别墅。这不是开玩笑。还可以描述得更生动一些，我们的邻居是 Gumball 拉力赛[①]的老板。他很和气，不过，考虑到我的车道上停放的是老款的本田车，我们之间不大可能有思想意义上的交流。

我们尽量和暴发户的形象保持距离，但毕竟我们已经成为这个富裕、优越群体中的一员，有时我们自己的行为比我们想象的更像是暴发户。我们的女儿们加入了金发公主的行列，在一些显然不是自己母亲的女性陪同下每天前往私人幼儿园上学，她们的学费是每年 12000 英镑。有生以来的第一次，我开始在旅行中购买商务舱的机票。在当时，这样做似乎是很自然的，我们完全有合理的理由来报销这样的费用。我甚至还接到了 Netjets（一家私人飞机共享计划公司）的电话，并且真的考虑了 10 分钟，最后还是断定这完全是浪费。

在丹麦，在 20 世纪 70 年代后期和 80 年代前期，如

① Gumball 拉力赛（Gumball Rally）是欧洲著名的富豪极品跑车拉力赛，从伦敦出发，全程 3000 公里——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你的家庭拥有两部轿车，你就被认为是属于富裕家庭的，我们的确拥有两部轿车。但我们算不上有钱人。至少在 21 世纪初期的伦敦，我们不是我所看到的那种富豪。在孩童时代，我每隔 3 个月检查一次自己存的钱，当存到 1000 美元时，我就开心得不得了。当时在我的心目中没有什么必须买的东西，我只是对自己拥有选择权、想买什么就买什么而感到高兴，这些钱都是我自己的。大概是在 12 岁的时候，我找了一份送报纸的工作，后来又在本地的餐馆找了份洗碗工的工作，每小时能挣 5 美元。就算在当时，这也是很低的工资。不过打这份工对我的季度储蓄计划很有帮助，因为我一向很吝啬（认识我的人对此都不陌生）。我那时的野心和渴望似乎已经超越了有形的东西，而只是为了实现某种人生目标。作为一个将成人后的大部分时间花在金融领域中的人，奇怪的是我从来不认为物质的东西有多么重要。

新财富给我们带来的好处主要是精神层面的，而不是在物质层面。名下有了更多的钱，我有了一种新的安全感，所谓的更糟也不过如此。我曾经梦到霍尔特遭受悲惨的失败，自己不得不屈辱地回到父母的地下室寻求庇护，现在，我再也不用做那些噩梦了。即使霍尔特明天倒闭了，我的财富也足够支持我相当长一段时间不用工作，我们还可以保持现在这样的生活标准。这样的前景让生活变得轻松，我也不用整天如履薄冰。在过去的 10 年里，我头一次感到可以稍许放松。

经常会有一些事件提醒我，我们不像那些生来富有的上流社会人士，没有与生俱来的富贵气。有一次，我度过了一次难得的周末长假。我们住的地方是沙姆沙伊赫（Sharm El

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Sheikh，埃及旅游胜地）四季酒店的高价套房，结账的时候，我收到的账单相当于我的童年时的伙伴如今一年的收入。我没有仔细看账单就随意地将美国运通卡递给柜台后面的女士。

“我很抱歉，这张卡金额不足。”她说，试了几次都不成功，有些尴尬。

“是吗？这张卡好像就是有问题，请用这张。”我将运通卡收回，再将巴克莱的银行卡递给她。

5 分钟后，她和一位男性职员一起回来。

“很抱歉，先生。第二张卡还是金额不足。您还有没能其他的卡？”她轻轻地对我说，以免被排在我后面的人听到让我丢脸。我口袋里最后的信用卡是一张不知道什么时候办的丹麦银行卡，可以肯定也是金额不足，我决定最好还是赶快撤退。

“看来一定有什么地方出问题了。我必须和我太太商量一下。”我告诉她，仿佛这个小小的不便是因为我们习惯了无所顾忌的挥霍，所以才把钱花光了。在我走开时，排在后面的女士用怜悯的眼光看着我。

最后还是普克救了我，她拿出自己存的私房钱（她说留下这些钱，以防万一哪天我和一个年轻女孩跑了），帮助我支付了这张前所未有的巨额账单。原来炙手可热的对冲基金经理也不过是纸老虎。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章
朋友和竞争对手

2006 年，我 34 岁，已经在对冲基金行当里工作了 10 年，其中一半的时间是为自己工作。我还很年轻，称不上资深人士。可是，在此期间已经有太多的新人进入这一产业，所以我觉得自己至少也可以算是老手了。我发现自己在谈话中开始“倚老卖老”，像是“在 1999 年的时候，合并套利的利差空间非常大，大得可以开过去一辆卡车（指的是并购事件中最后接受的成交价格和股票当前价格之间的差距很大）”，接着来一番评论，批评行业中的新人根本不知道自己在说些什么。仿佛我们自己就不是这样的！如果当初我没有上过哈佛商学院或自己已经不再年轻，我很可能也会做出一些愚蠢的总结，像是“哈佛的小子们对现实世界一无所知”，或者“年轻的经理们根本没有在这行成功所需要的经验，他们只是等待挨宰”。

在伦敦从事对冲基金的这些年里，我交了不少朋友，我们经常在午餐或开会时相遇。我通常避免参加“理想的晚餐”或类似的活动，这通常意味着几家基金的协作，我认为这会导致大家的投资变得雷同。不过，也有一次，我在伦敦中区组织了一次有 8 ~ 10 位对冲基金经理参加的聚会。尽管参加者中有的人管理的资产达到数百亿，但活动本身却是轻松和随意的。我们没有讨论投资理念，而是谈论投资经历中遇到的奇闻趣事，或最新的税收方案，就像是高中生一样放肆地评论整个产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业。我们也都知道这个行业里谁做得好，谁做得不好，你会经常听到“你知道吗，彼得·沙松要关门了”，带着一副“谢天谢地不是我”的庆幸表情。也有稍稍振奋一些的：“你听说了吗？克里斯·霍恩（Chris Hohn）去年又增长了60%，自己赚了几千万美元。”这回的腔调变成了充满期待的“我也有这一天”。

当时，克里斯·霍恩是伦敦对冲基金界无可争议的明星。他在2003年离开了佩利资本（Perry Capital，是的，就是我在第一章中提到的那位给过我难忘教训的佩利），创建了TCI基金（The Children's Investment Fund，儿童投资基金），他将基金所获得的很大一部分利润捐给由他太太管理的一家基金。霍恩的这支基金在发起时非常成功，以十分优惠的条件募集到了几十亿美元。在离开佩利资本之前，他已经赢得了欧洲年度基金经理的殊荣，在创建了自己的基金之后，又曾经多次荣获这一荣誉，残酷的市场竞争对他似乎没有影响。我认识克里斯有好几年了，也认识许多过去为他工作的人。人们都知道他是一个严厉的、讲求结果的老板，不过我们之间倒是保持了友谊。我们的办公室都在梅菲区，相隔不过几百码，有时我们会在路上遇到，有一次我还专门到他的办公室讨论交易的事情。就在我太太生下孪生姐妹之前不久，他的太太诞下了三胞胎。我曾经和他开玩笑，我的投资人会觉得的我的收益只及得上他的2/3。

在对冲基金行业10年，我见到无数的经理，包括世界上最优秀的前20位经理中的11～12位。也像在其他行业一样，这些最优秀的经理拥有类似的特质。首先也是最重要的，他们拥有无穷的动力，智力超群，对工作和世界都有深入的思考。报纸上经常给出的刻板印象是错误的。是有一些人为了成功不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惜踩在别人头上，但同样也有许多自谦的、学者型的投资经理，说起话来像电影《憨豆先生》中的主角那样自言自语。不过在管理霍尔特日常运营的过程中，我和其他投资经理的接触实际上是很有限的。也像其他人一样，我们全神贯注于自己的事务。

在 2008 年前有一种未明言的印象，似乎在对冲基金的世界里，每个人都像克里斯·霍恩一样成功，这当然是不可能的。尽管大型对冲基金的合伙人靠着每年的管理费用和奖金能够积聚起相当可观的财富，但标准的对冲基金费用并不是一项特别有利可图的业务，除非你的基金管理资产的规模超过 5000 万美元。我有一位朋友，基金发行 3 年后规模才只有 1100 万美元，如果你问他基金管理费用是否太高，他会告诉你，真正高的只是他的血压和他所租住的公寓的租金。这么多年来，我见到许多朋友不得不关闭基金，或者因为连续的收益不佳而丢掉工作。他们就像那些职业运动员一样，悄悄地离开运动场，没有人注意。直到数年后在某一场合下提到他的名字，你才会突然想起这个名字："是的，我记得他。他后来怎么了?"这就是当你听到一名对冲基金分析师离开产业后的典型腔调。

我见过的知识最丰富的对冲基金经理之一，是在一次为期两天的得克萨斯船坞之旅中认识的。这是一家公司正在建设中的最现代化的半潜式钻井平台（在海上浮动，而不是固定在海底），我们有机会与这家公司的管理层进行一次非正式的会谈。我已经对这家公司和它的资产做了不少的研究，自认对钻井平台业务的理解算是比较到位的，但是伊恩的准备让我彻底放弃了自负。他展现了对复杂的钻井平台细节令人惊叹的知识，完全了解这些细节对企业在国际市场上获得订单的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他对钻井平台市场和公司前景的知识远远超出了管理层，他不仅拥有技术上的知识，对市场的领悟也极为出色。我站在他旁边，听着他向公司管理层提出艰深的技术工程问题，并且不时援引他在为了研究这家公司而进修的钻井工程课程中所学到的知识，感触颇深。

伊恩是纽约的一家成长迅速、管理着 8 亿美元资产基金的联合投资经理，在我眼中，这家基金简直就是前程似锦。很快我就有了一个新的例子，证明对冲基金的世界是多么反复无常，不可预测。我惊讶和悲伤地听说，伊恩的基金在 2008 年缩减了 60%，已经开始向投资人返还资本。而他本人则陷于痛苦之中。他曾经周游世界，相信在自己所投资的证券上他比全世界其他人加在一起懂得还要多（我一度也相信是这样）。他抱怨短视的投资人不给他充足的空间在随机市场上进行操作，在这个市场上你永远不知道短期内会发生什么。“这根本就是他妈的一个大赌场。”他嚷道，这也是 2008 年市场崩溃后无数投资经理们的共同想法。

要想了解其他对冲基金经理的行情，没有比像凡尔赛宫的那种资金募集大会更合适的地方了，这种会议通常在全世界最美丽的地方举办。在那里，你可以根据鸡尾酒会上站在基金经理身边人数的多寡，判断出这名经理受追捧的程度。热门经理的会议日程早已排满，他们经常会同时和一大群潜在投资人交谈，后者则在谈话时热心地记录。而其他的基金经理则只好相互交谈，甚至更糟，没人可谈。

在霍尔特资本工作时，我曾经体验过冰火两重天的滋味。有那么一次，就在第一年，我去开会时手上还没有任何会谈的安排，当我到达时发现，在两天的会议上我居然只有两场会谈，其中的一次还被人放了鸽子，对方根本就没出现。结果我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只好待在房间里面看 CNN 或堵住摩根士丹利的熟人，他们不好不敷衍我这个客户。第二年情况刚好相反，我在两天内要安排 18 场会谈，其中包括两场大型的小组午餐会，我顿时觉得自己就像是布拉德·皮特一样星光熠熠。有一次我走进电梯，碰到两个不认识的投资人，他们正在抱怨自己只得到当天晚些时候与霍尔特资本基金举行小组会谈的机会。世界变得有多快。在 18 场会谈的最后一场开始后不到 20 分钟的时候，我的脑子已经彻底枯竭，我只能对投资人承认经过这漫长的一天之后自己有多么疲倦。我们决定不要在这里挣扎着谈话，而是改到酒吧去一起喝一杯啤酒。正如你猜想的那样，这些人后来都成了我们的投资人。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章
和经纪人打交道

你得到的服务还好吗？

当霍尔特资本管理的资产增长到几亿美元之后，服务商和金融业务伙伴开始关注我们。这样做的理由是很明显的：投资越多，你帮人家赚的钱就越多，得到的关注也越多。

我们最高峰时的投资总额接近 10 亿美元，经纪商开始向我们示爱。遗憾的是，这并不是因为我们的外表和性格魅力，而是因为我们能够为他们创造佣金收入。假定我们每年投资组合的周转次数（churned，对冲基金用语为“换手”）为 2.5 次，那么我们的总交易额将是 25 亿美元。在这些交易中，大约 20% 是交易价值比较低的期货，其余的则是股票和债券。我们支付的交易佣金大约为 8 个基点（交易额的 0.08%），仅交易一项每年创造的佣金收入就达到 160 万美元。这并不是说经纪商赚钱太容易，绝对不是这个意思。经纪商服务是一个竞争十分激烈的行业，唯一的生存之道就是从他人口中夺食，稍不注意就可能经营失败。

> 如果像霍尔特资本这样的中型公司每年的交易佣金达到 160 万美元，那就难怪银行和经纪商请他们去看超级杯赛了。

然而，如果像霍尔特资本这样一家基金每年就可以为这个行业创造 160 万美元的交易佣金，无怪乎从事这项业务的银行和经纪商出得起钱请你免费看超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级杯橄榄球赛。霍尔特在行业里根本排不上号，想象一下，争夺一家 100 亿美元对冲基金业务的竞争将会多么激烈。

年度交易成本投资资本	
投资组合换手率	1000.00(百万美元)
年度交易总额	2.50 ×
期货	2500.00(百万美元)
非期货投资	20%
交易成本	2000.00
年度佣金	0.08%
	1.60(百万美元)

除此之外，经纪商通过交易服务所获得的交易流向、做市活动也是有市场价值的信息，可以为他们带来收入。此外，还有互换合约费用、股票借贷费用、股利增益交易等，这些费用也相当可观。管理资产数额的增加，同时也就意味着交易数额的增加，在这种情况下，我们还可以获得降低佣金费率的优惠。

支付区区的佣金费用当然不足以让我们有机会加入大型 IPO（首次公开发行）的分肥，或者让互联网女皇玛丽·米克①打来电话。不过，在我们这个小小的对冲基金世界里，佣金带来的差别还是很明显的。现在，我们可以给任何一家市场研究机构的分析师打电话，并且有把握他们会耐心地解答我们的问题，花上几个小时讨论他们对具体的产业和公司的分析。你甚至经常会看到分析师在内部系统上等待和你通话。

在霍尔特资本发行初期，我经常会听到分析师们这样回答说：“这样，我现在还要打一个电话，回头再打给你。”就是

① 玛丽·米克（Mary Meeker），前摩根士丹利公司证券分析师，20 世纪 90 年代曾因大力推荐网络股而被金融杂志《大亨》称为互联网女皇——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样。还有更诚实的分析师："抱歉，我们的数据库显示您不是我们的大客户，我不能长时间和您讨论。要不我把电话转给销售人员?"有些分析师显然是婉拒的大师，还有一些分析师说的话则让一位自我感觉良好的对冲基金经理感到受挫和愤怒。

从佣金支付中获得最大收益的游戏还发生在大型会议上。摩根士丹利每年都会举办大型的 TMT（电信、媒体和技术）大会，地点就在那座实至名归的艺术酒店（Hotel Arts)。这家酒店地下建有大型的会议中心，可以同时容纳 6 家大型公司进行演示，而仍有足够的空间用于行政、媒体、计算机工作站和用餐。这是一个非常好的会议地点。在这里，公司与投资人、记者、投资银行家见面，相互交换信息。投资人之间小声议论着最新的流言，试图防止让最热门的分析师获取信息。证券经纪商们把他们的名片分发出去，准备晚些时候在一起喝一杯。到处都是衣冠楚楚的绅士：会议中心、房间、过道、健身房、餐馆、厕所、户外散步道、酒店外等待出租车的队列，以及无所事事的吸烟者。躲也躲不开。人人都是不知羞耻的资本家，奋力争取自己的一份。也许这就是卡尔·马克思当年噩梦中的景象，醒来之后，他写出了巨著《资本论》。

尽管与会人员每年都有些变化，这取决于技术产业的兴衰周期，不过每次开会时，大家都想争取与热门公司一对一会谈的机会。如果做不到，他们就只好满足于同其他五六名投资者一起与管理团队在酒店房间里开会。如果诺基亚公司的 CEO 在大会上做了演讲，通常在这天剩下的时间里他会用在与投资人的一对一会谈或小组会谈上，这些都是由摩根士丹利为他安排的，称为突破性会议（breakout sessions)。这些会议对客户是免费的，因为摩根知道，帮助客户接触公司管理层，客户会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在未来回报自己更多的佣金。同时，这也是一个双向受益的安排，因为公司也可以利用这个机会会见潜在的投资人。

不用说，假如富达基金公司[①]要求安排一次会议，他们的要求一定能够得到满足，其他每年能够为摩根士丹利带来数百万美元巨额佣金的大型共同基金或对冲基金也是一样。剩下的基金，像我们这样的，只能争取与小一些的、不那么热门的公司举行一对一会谈，或者只能加入某一个小组与大型公司集体会谈。有时，在楼下听 45 分钟的演讲仿佛等于承认“我还不够有分量，没资格参加一对一会谈”。我有一位好朋友，名叫亨里克，他是富达基金的电信业分析师，我们经常对比相互间的会议日程并以此取笑。他的日程表排得满满的，看上去像是一个人人都认识的大人物，而我的日程表却稀疏可怜。我在摩根的销售代表奥利弗是一位粉饰天才，他会拿着我那张无趣的日程表说：“我没法给你安排沃达丰的会谈，没有人可以做到，但是我帮你争取了一场和西班牙电信公司移动分公司 CFO 的小组会谈，时间是 30 分钟。”

在同管理层开会时，包括在大会和其他场合，我们的规模显然是起作用的。在我们还是一支仅仅管理着 500 万美元的小基金时，即使争取到与管理层见面的机会，我们能够投资的头寸也不超过 30 万美元，这样小的数额只会让人看不起。这样的规模甚至不值得公司排名第三的助理投资人关系经理花工夫。在这种情况下，我们会说：“我们不披露基金的规模，不过我们很乐意请美林公司的一位代表来为我们提供资格担保，如果您需要的话。”我们知道，很容易找到一位经纪商来为我

① 美国著名基金管理公司，著名的投资经理彼得·林奇即在富达旗下管理其麦哲伦基金——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们提供背书，同时又不披露我们的规模。那些和我们会谈的公司根本不会去核对，他们通常依靠投资银行来告诉他们哪些基金比较重要，值得坐下来开个会。而在会上，他们更关心的是问题的质量，或投资人对他们公司所做的研究。随着霍尔特基金的成长，我们仍然试图在不说谎的前提下获得最大的影响力。我们可能会这样说："我们不希望披露自己的规模，但我们考虑的投资至少是 1000 万美元，同时又不至于让我们的份额大到必须向监管当局报告的程度。"从这番话来看，我们的规模可能是 1 亿美元，但也可能是 100 亿美元。

乐趣和游戏

佣金增加的另一个令人愉快的产物是经纪商经常会邀请你参加一些有趣的活动。例如，他们经常邀请我们参加体育赛事或晚餐，希望长期坚持这种做法有助于为他们带来更多的交易。如果其他条件相同，谁会不愿意将交易业务交给你认识和熟悉的人呢？我们都同意，每次经纪商提供这样的好意，霍尔特公司总应当派一个人去参加以加深双方的关系。所以说，每项乐趣的背后至少都有一个商业理由支持。此外，根据赛事的不同，我们总能发现特别重要的、非参加不可的理由。例如，布莱恩发现，与瑞士信贷公司的人一起去摩纳哥参加一级方程式大赛是一个非常好的机会，这"让我们更好地了解他们的工作"，此时我们正在考虑增加一家主承销商。他同对方业务人员个人间的关系，以及他们即将度过的美好时光，也许对他的挑选决策产生了不大的影响！

1 个月后，当布莱恩拿到一张预留的一场极为重要的足球赛的球票时，我忍不住给马克打了个电话。他是我的朋友，代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表我们的一家重要投资人，我请他帮个忙。“你能不能给布莱恩打个电话，”我用密谋的口气说，“就说你们家的 CEO 从纽约到了伦敦，他想和霍尔特开一次尽职调查会议。此外，很不巧，他只有今天晚上 7:30 才有时间？”我告诉马克，布莱恩从早上到现在一直在炫耀他的球票，我想给他来个恶作剧。

1 分钟后，布莱恩玻璃台上的电话机响了起来。看到布莱恩闭上眼睛，慢慢地摇头，肩膀也松了下来，我强忍着不要大笑出来。挂掉电话后，他把头埋在桌子上，保持那种姿势 1 分钟不动，他的梦想破灭了。我实在忍不下去了，走到他的办公室，假装无辜地问他：“没事吧，你看上去有点精神不振。”

“你绝对不会相信，”布莱恩说。“马克刚刚给我打了电话，坚持要在今天晚上安排一次会议，说是他们没有其他选择。”他看上去马上就要哭出来了，我再也绷不下去。当我忍不住开始爆笑后，布莱恩立刻意识到这是恶作剧。听上去有些孩子气，不过的确很有趣。

在 2005 年和 2006 年的圣诞派对上，牛市的气氛十分明显。梅菲区的夜总会被不惜代价租下来，各种各样的发言人被请来娱乐交易员，还有奢华的饮品和食物。著名的大厨 Aldo Zilli 亲自给我烹制了一碗意大利面，他还为我签名了他的一本书，后来我将这本书作为圣诞礼物送给邻居了。到场的有独角滑稽秀演员、政客（有时很难分辨两者）、探险家和体育家，尽管他们中的许多人奉献了精心排练的故事，充满了精妙的字句，但你可以看出他们其实并不在意我们这些穿卡其布的金融粗汉们。在 12 月，每天晚上都会有一个新的晚会，周末则会组织到阿尔卑斯山滑雪。我发现自己总能找到借口参加派对，我喜欢和经纪商、分析师在轻松的环境下见面，而不是在没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何特色的会议室里。

尽管在我经常参加的会议中，酒吧里总是聚集着大量的人群，但我从来没有遇到过提供毒品的情形，也没有人服用。这并不奇怪，对冲基金是一项高度的智力挑战活动，每天都需要长时间工作才能在行业中站住脚。如果在工作时你还没有从毒品中清醒过来，你将犯下代价高昂的错误，最后被赶出去。也许招妓或看脱衣舞表演是更常见的罪过，并且这种情况的确不少。我参加过好几次由经纪商举办的这类晚会，期间夹杂着许多数学能力显然有限，但身材实在惹火的女性。尽管基金经理之间不会讨论这些事，但我知道只要给正确的经纪商打一个电话，这些都不是问题。我不认为会有许多对冲基金界的朋友经常这样做。不过，也许是因为我自己已经对这一套感到厌倦了。

顶级娱乐

在我参加过的高质量娱乐活动中，有一次是在法国的高尔夫郊游。我们一共大约12～14名经理，乘坐一架私人喷气式飞机到法国参加最高级的高尔夫训练课，地点正好位于顶级的红酒产区。旅行的安排是周四下午出发，周六午餐后返回。离开办公室时我已经有些晚了，最后还是赶上了一班地铁前往位于伦敦南部的私人机场。乘坐拥挤的地铁赶着去搭乘一架私人飞机参加高尔夫俱乐部课程，我忍不住思考着这样的对比。最后，我总算是最后一个赶上飞机的人。现在，我在任何时候都可以说："我曾经享受过私人飞机等待我起飞的待遇。"听上去仿佛这种机会是经常有的。

课程是在一大片青翠的草坪上举办的，周围是美丽的酒庄，也兼作高尔夫俱乐部。着陆后，我们沿着乡间小路很快就到了酒庄，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我觉得自己降落到了另一个星球，这里的一切都和日常生活完全不同。直到飞机降落，我还是无法判断这是在法国的哪个地区，只知道我们抵达法国海岸后又飞行了45分钟。

接下来的活动令人难忘。主人聘请了几位前高尔夫锦标赛冠军和我们一起玩球，我的教练曾经在几十年前的一次大型赛事中半程领先。打完一场之后，“滑稽高尔夫演员”为我们表演了一些绝活，像是用6英尺长的木棒击球和同时击打两只球（你可以自己试试，这比看上去难得多）。然后我们开始葡萄酒品尝之旅，最后是奢华的晚餐。第二天，我们又玩了一场球，然后飞回伦敦。我问邻座的一家大型基金的人，比这更高级的娱乐节目是什么样的，他耸了耸肩。

“唔，你说的可能是那种小型的晚餐，和著名的艺术家或国家领导人一起用餐，不过我本人从来没有参加过类似的活动。”

错过了价值10万英镑的高尔夫课程

在欧洲，回报儿童基金（Absolute return to kids，ARK）的年度慈善晚宴是最大的名利场社交活动之一。ARK 基金本身就是由一位母基金大腕布松（Arpad Busson）发起的。

有一年，基金会包下了从巴特西（Battersea）发电厂到泰晤士河南岸的一大片地区。一个足有体育馆那样大的巨型帐篷，用一个从上面垂下来的100英尺长的帘子将酒吧区和餐饮区隔开。经过一番难以想象的严格安检，我面前出现了一支侍者的队伍，举着香槟托盘和五彩夺目的鸡尾酒。天哪，等一下。他们全都……穿着和我一样的衣服。多年前我曾经到印度参加过一次婚礼，当时忘记带上我那件饱经风霜的晚礼服。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为在当地买一件印度式尼赫鲁风格的套装也是很酷的，所以就没有再买晚礼服。随着腰围的增长，我的晚礼服已经穿不进去了，结果这件尼赫鲁服变成了我的标准晚会着装。我没有考虑到的是这类风格的衣服在酒吧和餐厅制服中变得越来越流行。今天我终于发现了，谢谢你。不管怎么样，还是要坚持在 ARK 晚宴上，中间差不多有 15 次被其他对冲基金的人取笑，唤来给他们上香槟。甚至在别人向麦克法森[①]介绍我时，她也对我的服装做出了评论。多么酷啊。一位时尚达人评价了我的着装！尽管这是在说我穿得像个侍者。

在凡尔赛宫时，我几乎没有熟人。这次情况刚好相反，我在第一次 ARK 会议时就发现了许多老相识。有些是大学里认识的，有些是在 HBK 工作时认识的，还有一些是霍尔特时期认识的。我有一种奇怪的感觉，好像自己是属于这一群体的。因为我们都没有穿上班时的正装，似乎在这里最好还是不要谈基金的表现。手持一杯香槟，连竞争对手看上去也都像是朋友了。

巨大的、将帐篷隔开的帘子突然落下，豪华的晚宴场面露了出来。之前被遮挡的发电厂展现在眼前，灯火通明，仿佛纽约一样。一根钢索从电厂建筑顶端穿过高空连接到用餐区上方，一位年轻的女性从上面滑下，落到拍卖师的座位上，宣告了晚间节目的开始。所有这一切仿佛都在说："来吧，参加盛大的狂欢。"

我们是受一家银行的邀请来这里的，这家银行是备选的主承销商。在他们预定的桌子上，我坐在菲利普斯（David Phillips）旁边，没过多久他就发行了自己的对冲基金，IPO（首次

---

① 麦克法森（Elle Macpherson），出生于澳大利亚的世界超级名模——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开发行）达到 10 亿美元的额度。拍卖师由一位名人出任。在这种场合，大人物总是不忘露面显示自己的存在。中层经理之类的是不会在出价上和这些大人物竞争奖项和聚光灯关注的。

在财富大游戏开场之前，一位年轻的女性登上舞台，用饱含激情的语言讲述今晚善款可能结下的善缘。她看上去既不有趣也不知名，她只是忠于自己的工作，似乎是给现场拥挤的人群一个质朴的提醒：金钱本身是没有意义的，如何花钱才是重要的。

我可能是一个只看重智力的势利眼，要想打动我是很难的，不过拍卖的对象的确令人印象深刻。你可以为与托尼·布莱尔在他的老家打一场网球的机会出价，请汤姆·福特①为你专门设计一套衣服（他本人就在晚会现场），请戈登·拉姆齐②在你家里做一餐饭，和罗纳尔多踢一场球，或乘坐罗曼·阿布拉莫维奇③的游艇出海，还有几乎无法阻挡的诱惑，乘坐私人喷气飞机前往私人小岛。我一直等着他们说“下一个拍卖的是长生不老药”，不过始终没有等到。绝大多数拍卖的价格在 10 万 ~ 15 万英镑之间。现场有好几百人，看不清楚谁在竞拍，我将手插在口袋里，尽量忍住痒不擦鼻子，以免得这个动作被看成是出价。我还得给新家添置一张沙发，如果我出价 10 万英镑请蒙哥马利④花一个小时教我后挥杆技术，普克肯定不会觉得这是一个值得夸奖的壮举。

---

① 汤姆·福特（Tom Ford），美国著名时装设计师，20 世纪 90 年代以 70 年代怀旧风格的时装令 Gucci 大放异彩——译注。

② 戈登·拉姆齐（Gordon Ramsey），英国著名厨师，在美国和英国主持多个美食类节目——译注。

③ 罗曼·阿布拉莫维奇（Roman Abramovich），俄罗斯富豪，英国切尔西足球俱乐部老板——译注。

④ 蒙哥马利（Colin Montgomarie），英国著名高尔夫球星——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章 我们真的值这么多钱吗？

昂贵的相识

2006 年初，我参加了一个好朋友的婚礼，地点是芝加哥郊外新娘的家乡。在接待酒会上，我坐在了新娘优雅的姑妈身边，她的名字叫斯卓夫人。斯卓夫人一辈子生活在小镇上，她的丈夫是底特律一家汽车公司在当地的分包商，过几年就要退休了。她自己已经有 10 年没有工作了。很快，话题就转向了我的工作。

“我在一家投资管理公司上班。”我这样说。

“有意思，是不是像共同基金这样的公司？”她问道。

“差不多吧。我们的基金叫做对冲基金，不过和共同基金在许多方面是类似的。”

“我知道什么是对冲基金，”她说，对我居然认为她不了解什么是对冲基金有点不快，“我们是通过我先生工厂里的养老基金投资给对冲基金。他们很厉害。他离退休没有几年了，养老基金的经理告诉他们对冲基金就像是一种担保工具，可以预防市场下跌。”

“差不多吧，应该有这样的作用。”我回答说，“你们投资的是哪支基金？”

“我想他们应该是投资给几支所谓的母基金吧，然后由母基金来挑选具体的对冲基金。”她告诉我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这样很好。”我说道，然后换了一个话题。

新郎的哥哥在今年早些时候刚刚退出投资银行业，他在桌子对面注意到我们之间的谈话。“老兄，”他后来对我说，“现在人人都卷入了对冲基金投资，就好像说‘我可不是一个没有头脑的投资者’，尽管许多人根本不了解对冲基金是做什么的。”

第二天早上，在等普克准备好参加婚礼后的早午餐（brunch）时，我一边看电视里面的篮球新闻，一边心不在焉地在床边的便条纸上涂写了几个数字。我琢磨这些数字已经有一段时间了，但从来还没有专门花时间来研究，也没能将数字运算加总起来看看投资的结果如何。数字总结大致是这样的：养老基金咨询费 0.25%，养老基金费用和支出加起来 0.75%，母基金管理费 1%，等等。

我琢磨这些数字已经有一段时间了，但从来还没有专门花时间来研究，也没能将数字运算加总起来看看投资的结果如何。

“许多人要从这些投资安排中获得收入，在满足他们之前，像我昨天遇到的朋友们还没有看到一分钱的收益。”我这样想道，对费用累积的后果越来越感到不安。我在计算中尽量消除或压低一些费用，想使得累积的费用看上去更合理一些。

“外部养老基金顾问的收费可能只要每年 0.15%。”我对自己默念道。

尽管如此，我的结论还是令人不安。我禁不住开始想，要想让这些数字对投资人有意义，唯一的出路是对冲基金每年都能实现出色的业绩，但这显然是不可能的。通常情况下，斯卓夫人的养老基金除了自己的费用和开支之外还要向外部顾问支付咨询费，咨询如何将资产配置给对冲基金。在顾问的帮助下，斯卓夫人的养老基金很可能将一部分资产配置给一些大型的母基金，具体的数额则取决于他们的风险偏好和对基金赢利前景的判断。这些母基金接下来进入自己的工作流程，挑选自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已将会投资的对冲基金，也就是像霍尔特基金这样的对冲基金。在整个过程中，有多少张嘴需要填满？以对冲基金为例，除了正常的管理费用之外，还要支付交易费用和基金托管费用。下面是我所做的总结，列出了斯卓夫人对冲基金投资中所有需要她来承担的年度费用和支出，剩下的才是她有机会获利的收益，如果还有剩余的话。

	基本费用(%)	赢利后的费用(%)	
养老基金(PF)			
外部顾问	0.15		
PF 费用和开支	0.75		
母基金(FoF)			
FoF 费用	0.15		行政、法律、审计等
FoF 管理费用	1.00		
FoF 绩效奖金		10.00	
对冲基金(HF)			
对冲基金费用	0.20		行政、法律、审计等
交易费用	1.64	同上	
对冲基金管理费	1.50		
对冲基金绩效奖金		20.00	

注意，在现在这个零利率的环境中，在斯卓先生的投资中，仅仅是固定的费用每年就已经让他损失了5%。他当然有理由关心自己为对冲基金支出的费用是否值得。

交易费用的费率当然受到基金规模的影响。在这个例子中，我假定一个典型的多头/空头权益基金拥有相当于资产额150%的多头头寸和75%的空头头寸（在霍尔特资本，这两个比例在数值上倾向于更加接近。不过，对于其他类型的基金，这个比例是适当的）。为了获得投资收益，这家基金的交易费用大致会有以下这些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金交易费用明细		
多头市场价值	150%	每 100 美元资产对应 150 美元多头头寸
空头头寸	75%	每 100 美元资产对应 75 美元空头头寸
证券借贷费用	0.50%	对于较难借到的品种可能会更高
年度换手费用	2.50 ×	一年中投资组合交易换手的次数
出价/要价利差	0.25%	小企业成本相对较高
佣金	0.10%	在美国的计算方法是 × × 美分/股
清算费用(softing)	0.00%	假定为 0
保证金成本	0.00%	只要低于 100% 净多头就假定为 0
证券借贷成本	0.38%	
佣金	0.56%	总市值 × 换手次数 × 佣金
出价/要价利差	0.70%	总市值 × 换手次数 × 出价/要价利差 × 0.5
总计	1.64%	

在霍尔特资本公司，我们每年的行政管理费用不超过 0.2%。但是，对于小一些的基金，这个数字可能是每年几个百分点。即使在上面所列的交易费用之外只加上 0.2% 的行政管理费用，基金的年度费用已经达到了资产的 2%（0.2% + 1.64%），扣除这些费用后才轮到基金经理的管理费用。这份清单还没有结束。在某些时候，至少在几年之前，对冲基金经理不可能会参与“清算费用”（softing）的分配。在这种情况下，经纪商向你收取超过正常水平的费率（例如对交易收取 0.2% 而不是通常的 0.1%），然后将部分差价返还给对冲基金，例如提供免费的彭博社终端、电脑设备等。这实际上意味着对冲基金向客户收取了额外的费用。在这里我用的是霍尔特的例子，我们没有向客户收取“清算费用”（好像在自吹我们收取的费用还不够多似的）。

还是回来讨论斯卓先生的养老基金。为了简便起见，让我们假定母基金投资的所有对冲基金在扣除费用前都能够获得 10% 的收益。在这种情况下，斯卓先生能够拿回家多少钱与夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人共度晚年呢？在下面的表格中，你可以看出，在这个简化的例子中，斯卓先生每年可以获得大约3%的收益，这还是在基金经理能够持续做到10%总收益的出色业绩的前提下。换一种说法，对于用他的钱投资所赚到的每10美元，落到斯卓先生口袋里的只有不到3美元。

根据天杀的税法，斯卓先生这点可怜的收益还要缴税。斯卓先生完全可以不必如此麻烦自己给一层又一层的金融咨询师们送钱，还不如干脆把钱投到国库券，或者投入股票市场指数基金（如果他愿意承担更大的风险）。这样至少晚上可以睡得更安稳，对于一个很快就要退休的人来说，这是很重要的。打个比方，如果公司食堂提供了稍微不同的、具有异国情调的水果，作为他的标准午餐的一部分，并以此为理由向他收取更高的费用，他肯定会非常不高兴。

总收益*		10%
对冲基金	行政费用	净收益
对冲基金交易费用	1.64%	8.36%
常用的总收益表达*		8.36%
对冲基金费用	0.20%	8.16%
对冲基金管理费	1.50%	6.66%
对冲基金奖金	20.00%	5.33%
母基金		
母基金费用	0.15%	5.18%
母基金管理费	1.00%	4.18%
母基金奖金	10.00%	3.76%
养老基金		
养老基金外部咨询费	0.15%	3.61%
养老基金和支出	0.75%	2.86%
净收益		2.86%

* 行业惯例，总收益是指扣除交易费用后的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对上面所讲的这个案例还应当做进一步的分析。例如，对冲基金是如何实现 10% 的收益？假如对冲基金对 S&P 500 股票指数做了多头，而这一年股票指数恰好上涨了 10%。在这种情况下，斯卓先生实际为没有多少附加价值的服务而做了冤大头。他完全可以购买先锋指数基金①，只要支付 0.2%，而不是 7% 的费率（当然，他可能会牺牲一些养老基金在税收上的优惠）。定向投资基金在收费上并不少，可是它们创造的价值并没有那么多（因为它们只是刚好持有上升的品种），特别是与那些能够创造出 10% 纯粹 α（价值创造）的基金经理相比，这一点在后面还会提到。以 2008 年秋天的事件为例，很多对冲基金当时对市场的头寸实际上是多头的，由此创造的价值是负的。对冲基金对市场持有多头，意味着投资者们为 β（多头判断）而不是真正的 α 付出了代价。对冲基金行业管理资产的飙升恰好出现在历史性的权益和其他资产牛市期间，这并不是巧合。在此期间，许多 β（敞口市场头寸）被当成 α 卖出了好价钱，然而这一切都骗过了终端投资人的眼睛，直到市场崩溃真相才大白于天下。即使到了这个时候，他们仍然可以想出很多借口来掩盖自己的无能。

以我个人的经历来看，每年实现 10% 的 α 绝对是一项极其困难的任务。如果你真的能够做到，母基金会爱死你，给你投资，将他们的风险偏好所能够允许的财务杠杆全部用在你身上。母基金的梦想就是建立一个对冲基金的投资组合，令它们相互之间以及它们和市场之间没有相关性，只要做到这一点，母基金几乎可以肯定能够获得持续的正收益。不幸的是，我们

---

① 先锋指数基金（Vanguard），美国著名投资集团，由 John Bogle 创建，是指数化基金投资最早的倡导者，以收费低廉、投资战略与证券市场指数挂钩、操作透明而知名——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所在的产业很明显不可能每年创造出平均水平为 10% 的 α。相反，我们所创造的 α 大大低于这一水平，并且投资组合之间的相关性很高，特别是在糟糕的市场形势下。在好年份里，市场健康向上，这一真相也许被掩盖：根本不存在 10% 的 α，实际上只不过是 3% 的 α，加上 7% 的市场多头，才有所谓 10% 的收益。斯卓先生也许不理解这中间的差别，很高兴地为此付费。但是，从长期来看，费用总有一天会追上斯卓先生和对冲基金产业的收益，最后他还是会发现这些投资未能产生出超过费用水平的收益。到那时，总要有个结果。要么对冲基金产业降低自己的收费，通常还会出现规模萎缩的现象；要么只有那些能够证明自己真正创造了出色业绩的基金才有机会收取这样高的费用。

我们还可以进一步举例说明费用的负担。假定斯卓先生在前面所讲的例子里的对冲基金投资了 100 美元，而斯卓夫人则从储蓄中取出 100 美元投资于先锋指数基金。再假定两种投资在 10 年内扣除费用前的年度收益都是 10%，也就是一直投资到他们退休。投资结果的对比是很明显的，也是令人震惊的。

	第 0 年（美元）	第 10 年（美元）
斯卓先生投资热门基金	100.00	132.57
斯卓夫人投资先锋指数基金	100.00	254.70
热门基金累积收费		35.48
母基金累积收费		17.76
先锋基金累积收费*		4.68

* 假定每年 0.2%。

这当然是一个过于简化的事例，不过我们还是可以看出，对冲基金和母基金的费用比先锋基金高 10 倍，这还没有计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老基金费用、开支和交易成本。这并不是说对冲基金在任何时候都不是最好的选择，但显然，在斯卓先生能够说服自己投资对冲基金是一个合理选择之前，他要进行不少的计算和对比。

我还在计算投资对冲基金的合理性，普克已经准备好了。我们要走一段不长的路去姑妈的房子。路上，我向普克简单解释了一下我的发现，什么是多重费率结构，以及它的存在如何令斯卓夫妇投资于对冲基金没有意义，甚至连养老基金投资于对冲基金也是没有意义的。但普克的回答令我更加奇怪：“你认为全世界其他人都不知道，像你这样的金融小子创造的价值根本比不上你赚走的钱?”她笑了笑，继续说道：“难道你和霍尔特资本不是这整个问题的一部分？难道你们的作为算是对这个问题的解答?”我又开始向普克解释我的老一套投资理论，我们的不同在于，霍尔特公司的投资组合是不相关的并且是经过风险修正的，可是普克的思路已经转到别的地方去了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四部分 滑向险境



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章 寒意袭来

精疲力竭

“闭市后一起散散步好吗？我有点儿事想跟你谈。”布莱恩的邮件看上去没有任何异常的地方。我们经常一起走下格罗夫纳（Grosvenor）广场，享受在室外新鲜空气中谈话的乐趣，同时还可以避开团队谈些敏感话题。我们两个一起为霍尔特基金打拼已经有 4 年时间了，我是基金投资经理，布莱恩是 CFO。我们经历了公司的起起落落，在这个过程中，我们的友谊得到了进一步的发展。我觉得能够有布莱恩这样一位朋友共同创业，实在是我的幸运。

我们曾经有过一个约定，在沿着布鲁克街走路时不谈生意。梅菲区到处都是对冲基金行业里的人，不过格罗夫纳广场视野开阔，我们可以自由交谈，不必担心会被别人听到。

“我很抱歉给你这种突然的通知，”布莱恩说，“我觉得该给自己在这儿的工作告一段落了。”

我看向他，一句话也说不出来。

“过去几个月里我思考了很多，我越是思考，越是觉得我的心已经不在这上面了。”

“真他妈的要命。”我回答说。

“是的，我真的感到很抱歉，”布莱恩说，“你是第一个知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道的。别担心，我不是要去别的公司上班。事实上，我没有任何计划，除了休息一段时间去旅行之外。说真的，从这几年我们的交谈来看，你也同样应该考虑这样做。”

像其他深陷紧张工作的人一样，我和布莱恩经常到酒吧喝酒，一边抱怨持续的业绩压力总有一天会要了我们的老命。霍尔特资本从一无所有开始，现在已经算是小有成就，可是我们两人谁也没能喘口气。相反，倒是总有一些生死存亡的重大时刻。此前的几个月压力特别大，我们的抱怨也陡然升级。

我镇静了一下，让自己从布莱恩辞职的震动中回过神来，现在情况已经很清楚了。

“你的意思是这和金钱无关，并且你已经下了决心。”我说，“作为朋友，我理解你。可是作为生意伙伴，我很难接受。”

布莱恩安抚我说，他会按照我的需要留下来尽可能长时间。我们还讨论了当前公司的紧张形势，这似乎并不是他离开的好时候。布莱恩的看法是，敢于做出生活中大胆变化决定的人，往往比满足于现状的人更快乐。

我们沿着广场走了无数圈，连隔壁美国大使馆的保卫人员也开始注意我们（可能已经更新了我的 FBI 档案）。我觉得越来越困惑。在布莱恩决定离开之前，我从来没有认真考虑过有一天会关闭霍尔特资本。现在布莱恩决定退出，突然之间，关闭公司变成了一个可以考虑的选项。

> 在布莱恩决定离开之前，我从来没有认真考虑过有一天会关闭霍尔特资本。现在布莱恩决定退出，突然之间，关闭公司变成了一个可以考虑的选项。

接下来的几天，我决定休假，同时认真考虑一下布莱恩的决定。我也认真想了想自己是否也应当采取像他一样的行动。下面是我当时总结出来的正反面因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离开的理由

- **你已经不缺钱了**。尽管对冲基金行业里的许多人赚的钱已经远远超过了霍尔特基金几千万美元的投资，但我赚到的钱也已经足够我用了——我没有奢侈的习惯。我总是想，如果我不再需要钱了，可能那时工作才能带来真正的乐趣。不过现在的情况恰好相反。我发现自己越来越多地追问我对工作有多喜欢，或工作的意义是什么。
- **泡沫总要破裂**。此刻正是 2006 年，伦敦和整个金融界正在酝酿着一个大泡沫。许多人在赚钱，也有许多人正在募集资金，进出的数额高到愚蠢的程度，仿佛是在泰坦尼克号沉没前夜的狂欢。伦敦中区一套体面的家庭住房动辄要价 700 万～800 万美元，我们的孪生女儿上幼儿园（每天只有 4 小时）的费用等于我当年读哈佛大学商学院的费用。也许现在正是脱身的好时机。这是不是像 1999 年巴西金融危机前夜旧金山的情景一样？
- **你改变不了世界**。我总是抱着让世界变得更好的愿望。也许做不到让穷人都有饭吃，至少可以对世界有些正面影响。尽管在晚餐会上我总是试图说服他人，发起对冲基金可以为世界创造价值，但我们的工作毕竟不能创造出下一个 eBay 这样的伟大公司，也不可能发明减少污染的方法，或者为一部小说提供灵感。
- **扣除费用后击败市场在长期中是不可能的**。我们已经竭尽全力获得市场上最优质的资源，我真诚地相信我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的工作质量和我在行业中其他地方所看到的一样高。在这种情况下，我开始怀疑，作为一个行业或行业中一员的霍尔特资本公司是不是能够持续地击败市场，我指的是在扣除所有的费用之后。我们每年向投资人收取的管理费用达到5%（费用+管理费+奖金），这个要求很难实现，除非市场特别没有效率。

- **家庭生活怎么办**？在我的孪生女儿3岁以前，从周日晚上走到周六早上，我几乎从来看不到她们。我起来上班的时候，她们还没有醒，等我回家时，她们又已经睡了。尽管我的婚姻很不错，身为对冲基金经理，家庭生活哪会不幸福，可是，难道你没有听过那个老掉牙的悲情故事？踌躇满志的高管第三次离婚后回来继续工作。

留下来的理由

- **不要错过你的运气**。干什么工作你一年能够挣到400万美元？你还只有34岁，为什么要现在就放弃这么好的工作？工作当然不像玩乐，可是你不是赚到大钱了吗？有多少人的工作不如你？别再幻想了，回到工作台开始干吧。
- **经营自己的事业是一种乐趣**。高中时，我组织过一次从丹麦到阿尔卑斯滑雪的活动，并出售冬季服装，就这样开始了我的小小的事业，我一直渴望成为一名企业家。霍尔特资本是真正由我开创的企业，这家公司已经成为真正赚钱的企业。在创建过程中我曾经克服了种种难以想象的困难，现在就因为精力衰竭而放弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听上去似乎不够坚强。

- **其他利益相关人怎么办？**现在一共有6名员工为我工作，我喜欢他们之中的每一个人，我觉得对他们负有重大的责任。至少，他们来到霍尔特上班是基于对我个人的一种信任。我对投资人也同样心存感激，我觉得这些投资人是对冲基金界真正有思想和拥有想象力的少数人。我不想让他们失望。
- **市场中性的投资能够创造价值。**如果你真的能够做到市场中性，你就为投资人创造出了一种有价值的产品。这就是我们正在做的，至少我认为我们在提议时是认真的。
- **至少风险水平现在已经达到了适当的程度。**霍尔特基金从一开始就过于保守，今天，我们终于将风险水平提高到这样一种程度。很快我们就会知道答案，要么大获成功，要么彻底结束。因为我们真心喜欢这项工作中的绝大部分，也相信我们的交易和分析的确创造了许多价值，我们对提高风险水平可能带来的波动性充满期待。
- **不做这个，你做什么？**除了眼下的工作，我没有任何急着要做的事情，最多也只不过是想休个长假。从商学院毕业之后，我一直在设计一款成本极低的多元指数基金产品，但现在离能够发行这样的产品还有很长的路要走。当然，我承认，没有别的事可做并不是坚持眼下工作的理由。

毫无疑问，我已经患上了职业倦怠症，同时，我对产业和工作的怀疑越来越深入。我很久以前就同普克谈到这些想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管她说不论我做出什么样的决定都会支持我，但她也说显然我在工作中没有得到快乐，并且这样工作对我的健康不利。

思前想后，我到底还是决定留下来坚持，同时再找一位CFO接替布莱恩。布莱恩信守了自己的诺言，足足等了我6个月，直到我最后找到了一位理想的CFO。他的离去是一记沉重的警钟，在此之后我也开始尝试调整自己工作和生活中重要事项的优先顺序。我开始增加锻炼的次数，并且加入了一个健身俱乐部。下班的时候也尽量早些走，不要在办公室里磨磨蹭蹭，承诺给自己更多的休假，等等。但没多久，情况又回到了以前那样，我承诺的自省和“更好的生活”很快就淹没在日复一日对投资收益的令人折磨的追求之中。

2006年11月，弗朗西斯加入我们公司接替布莱恩担任CFO。他到公司时正好见证了我们2006年的优秀业绩，以及我们对2007年的自信和期望。2006年，我们为投资人取得的净收益只差一点不到15%，更重要的是，这一业绩的取得与市场表现几乎没有任何显著的相关性。同时，我们将承担的风险水平提高到有希望年年实现这样的收益率，而不论市场表现如何。大好前景就在眼前。

卖空一家好公司

在媒体和其他地方，对冲基金经常被描绘成无情的秃鹫，扑向弱者，将对方撕个粉碎，完全不考虑这样做对周围的世界有什么影响。尽管这样描述一个常常是慎思和复杂的群体显然过于简化，不过有时回味起来，我们的交易方式的确让人觉得不是滋味。

我们对德国的费森尤斯公司（Fresenius）设立的空头头寸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就给我带来了道德上的顾虑。尽管和所有其他上市公司一样渴望利润，不过费森尤斯公司在赢利的同时也在造福世界。这家公司主要包括 4 个业务部门：费森尤斯医疗（Fresenius Medical Care，FMC），这是一家在纽约上市的公司，在慢性肾衰竭产品上居于领先地位；费森尤斯卡比（Fresenius Kabi），输液治疗产品的市场领导者；生物科技（Biotech），从事抗体研究；还有一个业务单位则从事特殊的医院管理。费森尤斯在 FMC 持有控股股份，公司的其余部分则以整体在证券交易所上市。我们的交易的基本原理十分简单。如果你对费森尤斯公司的合并财务报表进行分解，将 FMC 从报表中分离出去（当然将它的负债也剥离出去），你就可以获得分离 FMC 之后费森尤斯公司实际有效的财务报表。然后你就可以将新的财务报表同费森尤斯减去 FMC 市值之后的市场价格进行对比。我们发现，费森尤斯公司除去 FMC 之外的部分，其交易价格高得不合理。费森尤斯公司控制在一家基金会手中，它永远也不会出售这家公司。这就是说，没有任何潜在的收购因素会支持费森尤斯公司这样高的股票价格。在我们看来，这是一家有趣的、经营良好的中型欧洲医药企业，只是交易价格太高了。因此我们对它做了空头，同时买入 FMC 公司的股票，从而对费森尤斯公司 FMC 之外的业务建立起了一个空头的头寸，这是一个典型的对冲基金操作。

我经常想起这家公司，你不会愿意成为它的客户，除非你实在没有办法。如果你正在使用费森尤斯卡比的产品，那么你可能要么是病得很重，要么是遇到了车祸，无法正常吸收营养，不得不使用该公司所生产的复杂的静脉输液系统。如果你是这家公司生物科技分部的用户，你很可能最近刚刚接受了一次器官移植，需要其产品帮助防止器官排异反应。最后，费森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤斯的医院管理部门向客户提供急救和康复管理的专业技能。对这些客户，费森尤斯公司在新产品开发和治疗方面的能力通常意味着一个人的生和死。而在霍尔特资本，我们这些没良心的经理却在对它做空，准备从它的衰弱和失败中获利。

我仿佛看见自己走在静静的走廊里，身旁是一个穿着白色外套的高个子男人。阳光透过我们右边巨大的落地窗照射进来。我身旁的男人面露坚定和疲惫的表情，仿佛一生都在向他人传递坏消息。他微微有些驼背，也许是因为全世界的重担都压在他的肩头。他张着嘴，正在和我说话，但我听不出来他说的是什么。慢慢地我才听明白，他是在谈论我的兄弟，他看上去很生气。

“我们必须找出解救之道，”他说，“我们的钱不够，无法完成这个项目。他们准备在股票市场上募集资金，可是有人正在市场上做空这支股票，这样管理层就不得不放弃这个想法，也不敢继续这个项目了。我很抱歉。”

等一下，他说的是谁？我们继续交谈，他的声音又变得无法辨别了。我们已经走到了过道的尽头，在那里我看到了自己的兄弟坐在轮椅里，头上面是一个牌子，写着费森尤斯医疗研究项目。他看着我说：“别在意，拉尔斯……你只是在做自己应该做的事。”

然后，就在我眼前，他的痉挛发作了。

我突然惊醒了，大口喘着气。我的T恤衫湿透了。我从床上爬起来冲澡。现在是早上5点钟，晨光熹微，新的一天到来了。我不想再回去睡觉了。我在热水龙头底下闭起眼睛，对自己感到生气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“为什么会做这样愚蠢的梦？现实世界根本不是这个样子的。在实现的世界中，人们总是在想方设法赚钱。此外，费森尤斯从来也不进行多发性硬化症方面的研究。”就这样，我毫不怀疑在自己的世界中有任何不对头的地方。

如果这是电影中的情节，也许我会在这天早上立刻回到办公室，解除费森尤斯的交易，将从中获得的利润捐给一家慈善机构。但是，我没有这样做。我还要继续赚钱。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章 糟糕的一天

这一天的开始

这一天开始的时候和其他的日子没有分别。这是 2007 年 8 月一个炎热的早晨，我穿过公园到办公室，提醒自己不要走得太快，以免出汗。近来霍尔特资本表现不佳，到 7 月底，我们全年的投资收益只能算是打平，许多交易没能取得预期的收益。这不算是灾难，但在连续 4 年采取保守战略之后，今年我决定提高财务杠杆，从结果来看，我们的能力似乎不足以支持这样的决策。

像通常一样，我在 7:15 到达布鲁克街，手是拿着一杯特浓咖啡，经过保安，走上三级台阶就到了我们美丽、轻便的办公室。发现自己是第一个上班的人，我心里有些不痛快。我打开了带着三个屏幕的电脑。

第一封电子邮件的标题突然吸引了我。“Aker Yards 公司赢利警报……情况不好。”那上面这样写道。我的心沉了下去。他妈的，屋漏偏遭连阴雨。情况不好？究竟有多不好？求求你，千万别太糟。新闻开始涌进来，彭博终端上的新闻头条也开始显示这条信息。

情况不好，非常不好。

Aker Yards 是一家挪威公司，业务遍布全球，但主要业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在欧洲。这家公司的主营业务有三项：游艇的建造、特殊用途船只（如水下建筑船只）的建造，以及其他船只（包括北极航船）的建造。我们对这家公司进行了详细的研究，我即将前往芬兰考究它的两个船坞。我们认为，Aker Yards 公司是一个成熟的收购对象，其股票的市场交易价格与其竞争对手（亚洲同行）相比太低了。那些竞争对手不像它这样有着多元化业务的基础，它在成长的游艇建造产业中享有领先的市场地位，在其他较为普通的造船业务中的份额也比竞争对手大得多。在市场下跌时，Aker Yards 公司凭借其领先的技术将得到很好的保护。此外，这家公司也不存在成本劣势，因为劳动密集的生产部分早已经转移到低成本国家中了。尽管 Aker Yards 公司的业务增长记录比其亚洲竞争对手要稳定得多，但市盈率只有它们的一半，我们认为这中间蕴含着巨大的机会。在交易中，我们对 Aker Yards 公司做多，以一组亚洲竞争对手和一些游艇经营者作为交易的对冲方。我们试图做到纯粹从 Aker Yards 公司的低价和被收购潜力（一年后确实被收购了，只不过对于我们来讲已经太晚了）中获利。我们没有对游艇或离岸造船业的周期做出方向判断上的赌注。那不是我们的游戏。

新闻披露的消息令人沮丧。在芬兰的船坞发生了未能预计到的成本超支，公司方面无法对其影响和范围做出评估。与通常在这种情况下所做的一样，管理层承诺将对经营状况“进行一次彻底的评估”，并表示他们将采取“任何必要的措施”。可是除了口头表示之外，他们还会做些什么？

其他分析师陆续来到办公室。此时我已经陷入高度紧张状态，反复研读新闻报道，试图拣出更多有关这家船坞订单的资料，我还向经纪商打听内幕，不过他们要么对此同样一无所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知，要么我的公司内部人和我认识的是同一人。突然，我想起来，就像在其他类似交易中的情形一样，我们总是设法认识一位非常熟悉这家船坞业务的内部人士以获得消息来源。我打了电话，我们的线人回答说："进展非常顺利。"在那一瞬间，我有一种将重物扔到他头上的强烈愿望。

市场开盘后，Aker Yards 公司的股票一路下跌。从每股 100 挪威克朗快速下跌到 80 挪威克朗，然后继续下跌。我们已经损失了 100 万美元。不，等等。现在是 200 万美元。接下来是 300 万，400 万。直线下降。600 万，700 万。真他妈要命，这回可是玩儿大发了。

我们已经在这家公司的股票上建立了一个很大的头寸。尽管我的第一反应是市场回调过度，但我们并没有立刻加码，而是等待更确定的消息。此外，我们的敞口（exposure）头寸已经很大，此时追加头寸似乎也是不负责任的做法。对冲基金的墓地里有许多这样的例子，投资决策者认为市场已经见底，不可能再跌，于是决定底部建仓，结果当底部再被击穿后只好关门大吉。在过去的几个月里，我们已经花了很多时间和管理层交流，在他们心目中我们已经成了排在最前列的投资者之一。他们现在已经启程赶来伦敦与投资者举行午餐会，解释公司的情况。我有些担心，想必管理层判断情况已经相当严重，以至于他们有必要放下手上的所有工作，飞到伦敦来向投资人做保证。

> 对冲基金的墓地里有许多这样的例子，投资决策者认为市场已经见底，不可能再跌，于是决定底部建仓。

股票继续下跌，直到 70 多挪威克朗才算是稳定下来。我发现已经没有人可以交流这家公司的信息了。这一天，我们已经损失了 1000 万美元。这可不仅仅是一个糟糕的交易日，它会要了霍尔特资本的命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我已经同所有关注这支股票的分析师、经纪商和能够联系上的竞争对手交换过意见。我总有一种奇怪的感觉，我还应当可以做更多的事来挽回局面。可是我总也没办法集中精神，我的眼睛不停地转向数据显示屏，瞪着 Aker Yards 公司的市场价格。每过一秒，价格似乎就下跌一点，我们的损失也随之变得越来越大。我心里的声音在叫：“停下来。求求你，停下来。难道我们就不能不要盯着现在的价格波动，等到 6 个月之后，管理层有时间将所有的问题都解决掉之后，我们再来看市场价格，这样不行吗?”我有一种想逃离办公室的欲望，我想到最近的咖啡馆叫上一杯咖啡，这样就用不着像现在这样眼看着自己一步步走向深渊。说不定等我回来的时候，情况已经好转了。但是现实却是我不能在此刻离开，在危机蔓延的过程中，任何有关 Aker Yards 公司的新消息，不论是真实的还是想象的，都有可能导致市场趋势的重大改变。眼睁睁看着股票一点一点跌下去，我的心里仿佛千刀万剐一样。

上午的交易进行到一半的时候，情况已经很清楚，这将是我们有史以来最糟糕的一天。我们的将损失基金总值的 3%，除非管理层在午餐会上宣布所有这一切不过是一个蹩脚的笑话，而公司事实上正在谈判一个高溢价的重大接管交易。遗憾的是，这是不可能的。

乘坐中央线地铁到圣保罗大教堂站参加午餐会使我得到了暂时的解脱。在白天坐地铁显然比出租车更快捷，地铁里面没有手机信号，至少可以有 20 分钟不受打扰，何况在地铁里也听不到坏消息。午餐会在北欧斯安银行（Enskilda Banken）的办公室举行，这是一家北欧银行，从这里可以清楚地看到下面漂亮的圣保罗大教堂。不过，与会的 15 名或更多的人员中似乎没有人有此闲情逸致。会议开始前，所有人都站在接待区，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽力显得神态自若。我抓住了一个熟人，知道他至少还算是诚实，因为他承认自己损失很大。“这帮婊子养的。”这就是他对形势的总结。其他人的表情仿佛他们来这里主要是为了用餐，仿佛他们没有愚蠢到因为买了这家公司股票，现在正在蒙受损失似的。我一向讨厌这种人。今天，在 Aker Yards 公司的流血日，我实在是没法不鄙视他们。

管理层终于露面了，所有的人跟在他们身后进了会议室。他们显然对当时的情景感到不安，很快就放弃了事先准备好的演讲稿。管理层中没有一个人愿意讨论混账的第 2 季度。有几个人问道，这样的事怎么会发生？我们还能再相信你们吗？告诉我们，你们所谓“品种最纯”的内控系统为什么没能事先发现问题？诸如此类不客气的提问还有很多。当一位激动的投资人发泄他的愤怒，要求管理层辞职负责时，连侍者也停止了午餐服务。管理层似乎已经被折磨得筋疲力尽，他们只是不停地解释为什么在芬兰的大型船坞所出现的延误和成本超支完全是不可预见的。他们的举止冷静优雅，你忍不住想为什么他们不干脆哭一场，或者至少表现出某种痛苦，难道不是他们的声明导致参加午餐会的成员和他们所代表的广大投资人瞬间遭受了如此巨大的损失？

回到办公室，我试图再次分析数据，以判断推迟建成和成本超支对这家企业利润的影响。可我怎么也控制不住自己不去看显示屏上跳动的市场价格。损失还在扩大。“天哪，你确定这家公司不会因为发布了这么一条消息就宣告破产？”股票价格已经下跌了 30%，我忍不住这样想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雪上加霜

不愉快的一天很快变得越来越难过。办公室经理多利亚那带着担心的表情走到我的办公桌前，当时我正在电话上和另一位研究 Aker Yards 公司的分析师交谈。她很明显有重要的事必须打断我："有一位草莓农场托儿所的凯伦小姐在线上等你。是和你的一个女儿有关的事。她告诉我是紧急电话。"任何人都可以想象在这种情况下我脑子里头 5 秒钟里会有怎样的想法，我拿起了电话，手不停地颤抖。求求你，求求你，求求你，千万不要让她们受伤害。在这一刻，所有的生意都被丢到脑后，Aker Yards 公司也已经变得不重要。我打起精神，准备迎接最可怕的消息。

如果草莓农场要和我们联系，首先应当给保姆费比打电话，或者是给我太太打电话。他们直接给我上班的地方打电话，只会是坏消息。在霍尔特基金短暂的历史上，这可能是一个关键时刻。就在投资崩溃的瞬间，突然有人强烈地提醒我，在家里我还有人需要照看，比霍尔特基金的业绩重要得多。

"是克罗耶先生吗？我是草莓农场的凯伦。我觉得您最好马上到幼儿园来一趟，带上安娜去看病。一小块金属屑进了她的眼睛，我们没法把它弄出来。请你带她去眼科医院。"

"噢，不，"我心里想道，同时还不忘记我的愚蠢问题，"她现在还好吗？"我实在想不出任何更理智的话了。安娜是在和其他小孩子一起玩的时候不知道怎么把金属屑弄到眼睛里。她哭得很厉害，不过现在睡着了。他们试图和保姆、我太太联系，但一个也没找到。看来在今天这样一个"极小概率"的日子里，她们两人出门时都没有带手机。我谢了凯伦努力找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到我，然后站起身来，告诉员工同我保持联系，以防 Aker Yards 公司再出现任何新的异动。

听上去有点傻，可我真的有种如释重负的感觉。草莓农场是伦敦顶级幼儿园，如果情况实在紧急，他们肯定会打电话叫救护车。在接到电话那一刻，我已经做好了情况进一步变糟的准备。

幼儿园在诺丁汉，我乘坐出租车前往，心里对逃离办公室却感到轻松的想法感觉十分不安。我很高兴自己有了合理的借口离开办公室，不用再亲眼看着 Aker Yards 公司恶化的现实。我可以采取很多措施来改进我们对形势的认识，为未来几天内肯定会剧烈波动的市场做好准备。我本应当赶往芬兰，与船坞的经理谈谈，或者集中精神研究那些账目和演讲。相反，我却很庆幸自己有正当的理由离开办公室处理其他事宜，当然这也是绝大多数人认为最重要的事情。“那不过是钱。”从未在金融界工作过的人会这样说。“那绝不仅仅是钱的事。”在金融界工作的人可能会这样回答。

出租车开到肯辛顿公园路，我推开车门跑向幼儿园，身旁闪过警惕的警卫身影。忧心忡忡的老师们在校园里迎接我，小安娜在房间的一角睡着了，身上盖着粉色的被子，她的孪生妹妹索菲亚在旁边轻抚着她的头发，就像是守候在一旁的天使。

我从小床上抱起安娜时，她惊醒了，她展示给我最可爱、最温暖的笑容，说她现在觉得好多了。就在抱着孩子跑上等在外面的汽车时，普克赶到了，她回家后收到了手机里的语音留言。安娜显然很不舒服，还在疼痛中，但她很高兴看到妈妈也在身边。我们将她送到马勒波恩（Marylebone）路上的眼科医院，从那里又直接去了一个小型的手术室。

就在医生准备检查小安娜时，我的手机响了。我正准备关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掉它，突然发现那是一个来自挪威的号码，这肯定是关于 Aker Yards 公司的消息。普克看了我一眼，仿佛不能相信我会接这个电话。我道了声歉，走到房间的角落里。

“拉尔斯吗？我们 DNB 公司的阿恩。我们的分析师找到了一些有关 Aker Yards 公司的新资料。”

“现在可真不是谈这个的好时候。”我回答说，强烈地渴望听到好消息。

“我想你恐怕愿意听听这个，只要一分钟就好。”

“好吧，说吧。”

“是这样，我们有一位分析师发现 Aker Yards 公司的债券发行章程中有一个条款，规定 Aker Yards 公司必须实现一定的收益水平。如果未能达到这一约定的水平，债券持有人有权要求立刻全额偿还。现在公司已经发布了赢利预警，我们担心这一条款的条件可能得到满足，在前景不明的情况下，我们怀疑 Aker Yards 公司是否能够得到其他融资机会。如果不能的话，公司就会宣告破产。”阿恩这样讲道。

“我知道这个条款，不过它的生效日期是明年或更晚些的时候。”我回答说。想不到坏消息真是一个接一个，不过同时又感到欣慰，毕竟这个情况我早已经掌握了。

“他也是刚刚发现，还在研究。我只是想你肯定希望马上知道新消息。”阿恩回答说。

医生已经走了过来，站在我身旁，恼怒地看着我，就像是一位生气的小学老师。他不耐烦地告诫我：“你不能在这里打电话。”我想道：“这家伙马上要把器械伸进我孩子的眼睛里，还是不要得罪他为好。”我向着他微微点了一下头，然后转向一边，告诉阿恩如果 Aker Yards 公司的股价跌到 60 挪威克郎，或者债券问题有了新的进展的话，就给我发短信，然后我挂了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电话。

“对不起……是工作上的事。”我对空中喃喃自语。

“好吧。现在我们可以开始治疗你的女儿的工作了吧。”医生说道，他特别将“工作”两个字咬得很重。他认为如果我可以帮他按着安娜并撑开她的眼睛，手术对她的损伤会小一些。安娜徒劳地试图挣扎，她看我的眼神仿佛说：“你怎么可以这样对我，爸爸?”医生迅速地确定了问题所在，用医院里一种吓人的仪器从她的右眼中取出一片微小的金属屑。这个金属异物粘在她的眼睑内部，每次安娜转动眼球总会碰到它。她立刻觉得自己舒服多了，尽管以她不到3岁的年纪她还无法表达这样的意思。医生告诉我们她的眼球上有些擦伤，再过一段时间自然会好，还给她开了一些抗生素。

走出医院的时候我们还处在情绪大起大落之中没有恢复。在这么短的时间里经历了焦虑和放松让我们疲惫不堪，不过女儿安然无恙又让我们欢喜不已。“经过了新生儿重症监护、心脏缺陷误诊、脑膜炎的威胁，再加上现在这个，我们的坏运气该到头了。”普克对我们两年来为人父母的经历总结道。“说得太对了。”我想道。

在我们两人之间，普克永远是乐观的一个，她对我们公司遇到的问题不像我那样忧虑。“你以前总是说要么做成赚大钱的基金，要么在追求这个目标的过程中倒下。有这样的想法，总有一天会遇到像今天这样情况急转直下的时候。如果这意味着不得不关闭基金，那也至少好过拉住客户不放，让他们在今后的几年里毫无希望地忍受保守的收益。”

我们从医院回来的时间很早，我还可以回到办公室去评估我们的损失，可是我没有这样的勇气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 22 章 连阴雨

Aker Yards 公司事件成了霍尔特资本基金末日的开端。由于这一事件是孤立发生的，与其他市场没有关系，我们所设的对冲空头并没有对新闻做出负面的反应。这样一来，我们的对冲头寸对于减轻亏损完全没有任何帮助。此外，我们还发现自己在产业和更大的对冲外部市场上所设的头寸让我们的总体对冲形势变得脆弱。我们设立了如此多的对冲，以至于不得不在交易中增加杠杆的使用以提高总体收益。但是，当对冲头寸失效之后，我们的情况就变得严重了。一方面是对冲失效，另一方面是未受保护的头寸数额太大了，我们在一家公司里投入了太多的筹码。当我们最终从 Aker Yards 公司脱身后，这一事件让我们的损失达到总资产的 4%。如果这一事件发生在我们成立的第一年，当时我们的杠杆水平很低，那么我们的损失将不超过 1%，根本不值一提。

自 Aker Yards 事件之后，我们的好运就到头了，没有一件事是如意的。我们在一个交易中设立的两个对冲公司决定合并，市场认为合并会产生协同效果，这些股票出现了迅速的反弹，我们在多头头寸的利润转眼被吞噬，遭受了另一次亏损。我们认为是欧洲最便宜和最保守的银行的业绩令人失望，而财务杠杆高得多的竞争对手却市值大涨。我们以自己在保险部门的工作业绩而自豪，过去，我们在这一领域中透彻的财务分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为我们赢得了竞争优势。现在我们却发现，这些公司的价值和净资产（用于保障未来保险求偿支出）之间越来越呈现出不相关的关系。换一种场合，这种不相关性可能代表着加大头寸的机会，但在目前这种总体发生大幅度亏损的情况下，增持并不是一项容易的决策。

我们所坚持的交易政策的重大优势之一是交易的多元化，这保证了将交易间的相关性控制在很低的水平。每一宗交易都有对冲保护，从而对市场、产业和货币的波动保持中性。我们的指导思想是，如果能够建立起 25～30 宗市场中性的交易，这些交易构成的资产组合可以将相互间没有相关性的利润结合起来，产生出独特的投资收益。如果说我们的问题是大幅度提高风险的决策时机选得不对，而不是投资管理方面的，这样说可能不无道理。从霍尔特资本成立以来，大约 70% 的交易是赢利的。亏损的 30% 交易的损失小于 70% 交易的赢利。这次是我们第一次遭受重大挫折，刚好碰到基金将财务杠杆调高，等于放大了损失。优秀投资经理的素质之一是知道在什么时候可以运用财务杠杆。然而我们在提高风险水平时更多的是基于战略的考虑，即如何改进以往过于保守的风险组合。我们的决定是永久性地提高投资组合的风险水平，而对时机选择则缺乏深刻的认识。

到了 10 月份，我们本年度的亏损已经达到“最保守的”两位数水平。我一直以为这种用词是那些羞于承认真实数字的投资经理的伎俩。好吧，损失是 12%。你看，我到底还是说出来了。在过去的几个月里，最不可思议的一件事是，与过去相比，现在有更多的交易同时向一个方向发展，尽管我们似乎已经做了正确的对冲。我同投资人进行了无数次的谈话，向他们打听市场上是否出现可能导致这种变异的驱动因素，我们没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能发现任何原因。有一个担心是大型投资人也许发现了像我们这种类型的基金遇到了麻烦。这意味着与我们交易的基金为了应对投资人赎回资金，不得不补回头寸，而这些行动可能令价格发生与我们的交易相反的走向，导致我们的亏损。不过看来这也不是我们问题的原因。

回想起来，当时可能有一组因素同时对我们不利。

- 我们最大的亏损项目——Aker Yards 公司项目——是一个孤立的事件，它总是要发生的，而发生的时机与市场无关。
- 我们在市场上投资的额度已经超过 10 亿美元，我们不得不建立更多的对冲交易。由于大量的交易涉及大型股（高市值企业），我们实际上面临着一种新风险，即假定大型股作为一个群体比中型的（市值较低的企业）、低流动性的股票表现更好。结果，一些明显不相关的交易开始出现相关性。这很糟糕。
- 价值陷阱。我们在许多人从未听说过的股票上建立了过多的多头头寸。从长期来看，它们的价值是能够实现的，其股票的价格必将超过对冲股票。但是，正如凯恩斯所说：“从长期来看，我们都是会死的。”
- 有时，这种不良趋势会自我纠正。根据我在废纸上的简单推算，绝大多数交易在 6 个月之后会恢复较好的水平。可惜我们坚持不了那么长的时间。
- 很不幸的是，尽管提高了财务杠杆，霍尔特资本的投资人还是过去那些。他们已经习惯了以往那种保守的回报水平，面对大额赤字感到极度不安。如果一开始我们就被看

> **如果一开始我们就被看成是一家高风险的基金，投资人就不会像现在这样感到惊慌。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成是一家高风险的基金，投资人就不会像现在这样感到惊慌。

投资人的雪崩

我对员工怀有强烈的责任感，这是促使我全力挽救局面的主要动力。我们努力向投资解释，除了 Aker Yards 公司这个例外，其他所有的投资损失都只是浮亏，实际上代表着难得的投资机会。我们也真的相信自己是对的，只不过在外人听来，这种“行情一定会逆转”的说法实在有些多了一点。投资者们看来也愿意接受我们的解释，不过他们在决策时不仅要看自己的判断，还要看其他投资者是如何做的。

我们的投资人由 4 家大户和一些小户构成，其中大户的平均投资为 6000 万美元。我们已经知道会有一两家大户决定退出，但其结果很可能是雪崩式的，因为其他投资者很可能会跟随退出，没有人愿意做最后一名。这样的决定是有理由的。留在基金里的最后一名投资者的境遇比先退出的要差很多。对冲基金必须出售其所投资的证券以满足赎回的需求。此时，很自然的选择是先出售流动性高的证券，在操作上也更方便，后面的投资者可能只剩下流动性最差的证券。如果投资者决定结清这些低流动性的投资，他们所承受的损失可能会很大，剩下的投资者个数越少，平均分摊的损失也就越大。投资者的理性选择是第一个赎回资产。

另一个因素是：如果较大的投资者中有两家留在基金中，另外两个投资者就会发现自己在基金中的份额超过了内部的投资规定。这将导致所有四家基金在很短的时间里相继撤出，而所有的小投资人几乎会不可避免地追随他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝大多数投资人已经和我们合作好几年了，其中有几位成了我的私人朋友。我们对他们没有秘密可言。他们都有过和好几家基金合作的经验，也都见到过有些基金因为亏损而曝光了有问题的交易，或者未预期的流动性缺乏导致不利头寸变得更糟。在霍尔特基金，他们没有发现类似的情况，因此也就没有特别的担心。我们只不过是一家遇到困难的基金，而如何理解这些困难的性质则是他们的职责所在。

每天，在市场闭市后，我总是回到会议室与投资人交谈。开放式的办公区布置和会议室的玻璃墙意味着每个人都可以看到我在那里谈话，我不用回头就能够感受到员工们焦灼的目光。我知道，他们也知道，他们的工作取决于这些关键的投资人决策。

一天下午，在又一个艰难的交易日临近结束的时候，我和基金中一家大户的代表丹恩谈了话。几年下来，他已经成了我的好朋友。丹恩的讲话直奔主题。

“这儿有些人要采取行动了，”丹恩说，“他们打算撤出资金，1 小时后我们将接受投资委员会的聆讯。”

“完全撤出吗？”我问道。

“是的……我只能说前景不好。你还能给我一些说服他们的理由吗？”

我开始介绍几宗交易的情况，告诉他我认为这些只是短期的不利配置，用不了多久就会改善，并且我们的挫折并不像看上去那样严重，因为我们已经改变投资战略，成为高波动性的基金，这样的起伏是再自然不过了。我又一次捡起了以往的论据，如果我们从基金发行一开始就承担像现在这样高的风险水平，我们的回报将会极为出色。随着时间的推移，我们在投资上已经变得更老练，而绝不是变得更差。我确信这一切都是完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全真实的。然而，在我的稍显冗长的独白之后，丹恩的反应却出人意料。

“拉尔斯，我们是朋友吧？”

“我想是的。”

“你不是一个狂热的人，这和我见过的其他人不同，”他说，“这当然是很优秀的品质。你不会为交易而交易。

丹恩笑了起来，接下来他开始解释为什么他认为我和绝大多数对冲基金不同。“你不是一个狂热的人，这和我见过的其他人不同，”他说，“这当然是很优秀的品质。你不会为交易而交易。我们这儿的人对你的智力的评价是所有经理中最高的一类。”尽管这些话让我听了很受用，不过我还是有一种不祥的预感。

“可是，我必须得说实话，”丹接着讲道，“从我认识你到现在，我从来没有像现在这样强烈地感觉到你有些心不在焉。也许你需要先去休息一两年，然后才能继续前进，只是我不知道你愿不愿意这样做。同样，我也不确定如果让投资人跟着你对他们是不是真的公平，因为你的心没有全部放在这上面。这显然会影响你的工作质量。”

这是令人痛苦的谈话。他无疑是对的，但我还想用别的理由说服他，尽管我很怀疑是否还有哪怕是微弱的机会。丹恩最后说，他会在明天给我打电话通报投资委员会做出的决定。明天？这可是个生死决定，而别人却好像很轻松地告诉我等到明天？不过，我知道丹恩所在的公司有一套内部规定。一旦做出撤资的决定，他们会立刻发来赎回投资的传真。于是，我开始不停地偷看紧靠着打印机的传真机。每次传真机吐出新传真时，我总是跳起来去看。这次会不会就是我们的死亡通知书？我还会假装无意地经过传真机，拿起传真来看。真险哪，这只不过是一份交易确认。“你在等什么重要的传真吗？”在我第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

N 次快速穿过办公室后，多利亚那忍不住问道。“应当说，不完全是。”我回答道。我不希望任何人比我先得到消息。如果要命的赎回通知来了，我应当是第一个看到的人，评估新的形势并召集全体会议。这一天，我在办公室等到晚上 9 点钟，后来又有 6 次冲到传真机前。这 6 次都是交易确认回单。我们是安全的。

第二天早上，多利亚那来到我的桌前。“这份传真是昨天夜间发过来的。”这是一份赎回全部投资的通知。我的心沉了下去，外面的嘈杂声变得模糊了。毕竟是发生了，后面的事情就快得多了。一个重要客户决定撤资，这样的消息如果不告诉其他大户投资人在我看来是不负责任的，当然同时我也会试图解释这一决定对我们的业务没有影响。投资人对我们目前的困难全都心知肚明，当他们听到消息后，他们纷纷表示这意味着他们也需要考虑会不会从我们这里撤资，这样的回答并不令人感到奇怪。其中还有一两个人也像丹恩一样对我个人说了一些解释的话。

我们开了一次全体会议，讨论这一事件可能的影响。我们可以承受一个大户撤资，但如果再有客户这样做的话，投资者就会走得一个不剩。在此后的几天里，每当有投资人打电话来找我时，整个办公室就会陷入冰冻一样的气氛中。这是一个例行的了解情况的电话，还是死亡之吻？每次多利亚那通知我们有投资人在线时，我都可以看到团队成员们脸上的绝望和关心的表情。

几天之后，情况已经变得很清楚。现在，投资人都在迫不及待地想要撤出去。可能还会有一些较小的、平时联系不那么密切的投资人愿意留下来，当然还有我自己的资本。不过，我从来没有下决心不惜一切代价渡过难关，也没有不管剩余多少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本都要坚持下去的打算。相反，我给所有尚未向我们发出赎回通知的投资人打电话，告诉他们我们将返还所有的外部资本。尽管我们主动归还了所有的资本，这并不是说我可以假装有人非要求着我继续代他们管理资产。这样做至少可以不必伤害忠诚的投资人，以免最后他们手上只剩下最不具流动性的投资组合（在我们的基金里这样的投资为数很少，不超过2%）。所有投资人，不论规模大小，赎回的条件都是一样的。就这样，我们散场了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 23 章 打包回家

静静的纪念日

在霍尔特基金最后的几个月里，我一直和我们的前任 CFO 布莱恩保持着密切的联系。他了解我的感受，坦率地告诉我他的想法，不论我是不是愿意听。2007 年 1 月，霍尔特迎来了 5 周年纪念。我们没有举行庆祝仪式。布莱恩给我发来一封邮件，提醒我不要因为眼前的困难而忘记我们过去的成就。如果他在 2002 年问我，霍尔特基金能不能活过 5 周年，我的回答很可能是“不”。我们的确取得了相当不错的成绩，同时也经历了其他许多事情。我本人赚了不少钱。总体来说还是很不错的，遗憾的是我们未能建立任何可持续的价值。我们将会成为来来往往的对冲基金故事大全里的一条脚注。

团队的命运是很清楚的。今年没有任何一名分析师做得好，我们都知道这就是行业的特点，好的时候一切都好。一旦形势变糟，也许马上就会无情地关门大吉。考虑我们团队中人才鼎盛，我相信他们很快能够找到适当的新工作，他们之前所领到的奖金足以在很长一段时间内为他们提供财务上的保障。我也知道我们的新任 CFO 弗朗西斯非常能干，拥有广泛的人脉，能够很快为自己做好安排。我决定保留我们的办公室经理多利亚那。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在最后的日子里，内部没有相互的指责。所有的人都知道这一天正在到来，我们经常议论说，只要有一个投资人撤出投资，整座大厦就会瞬间倒塌。当我告诉大家收到赎回基金份额的通知时，没有人需要更多的解释。有一名员工问我是否考虑继续运营一个小规模的基金，主要用我自己的钱，但大多数人心里很清楚，这就是结束了。

当团队成员开始一个接一个地离开时，我心里的感觉实在是怪怪的。过去的几年间，我们几乎没有人员变动，已经结合成为一个密切的群体。所有这一切都将在未来的几个月中结束，看上去像是超现实主义的作品。他们在抱着自己的东西离开办公桌时犹豫着要不要说“再见”或其他客套话。我相信没有人会做傻事，所以允许他们走的时候带走自己的金融模型或任何他们想要的工具。在我们这里没有必要像其他投资银行那样野蛮，像是派人跟着员工走到电梯，然后索回门禁卡。

我们的业务伙伴对我们的突然关闭一点儿也不觉得奇怪。我给 12～15 家最常用到的经纪商打电话，向他们解释今后可能不会有很多业务了，我们希望他们好运并保持接触。显然，这样的电话他们至少听到过 1000 次了。几乎所有人的回答都是一样的：“你会回来的，并且比你自己想象得更早。你可能到海滩上消磨 6 个月，然后老婆就会把你踢开。”我很清楚这不适用于我的情况并且试图向他们解释，可他们的回答是：“每个人走的时候都和你说的一样。”

一家德国经纪商和我谈起他的一种奇怪的感受，许多天天接触的人一夜之间从他的生活中消失了。有些人被解雇，有些人辞职，然而再也没有找到另一家资产管理公司的工作。不过还有一些人就是受够了，他们消失得无影无踪。“可能我还太年轻，没法像你说的那些人那样玩儿人间蒸发。”我说道，心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“可能我还太年轻，没法像你说的那些人那样玩儿人间蒸发。”我说道，心里想的是，不管以后做什么，至少不要是在对冲基金行业。

里想的是，不管以后做什么，至少不要是在对冲基金行业。

其他业务伙伴如律师、会计师、审计师、主承销商和基金托管听到消息后的反应则大致遵循相同的模式：

1. 表示惊讶和悲痛。（“你们真的是非常好的客户。”）
2. 猜测经理（拉尔斯）的沮丧程度，给予相应的反应。（“如果他快乐，请按1，如果他垂头丧气，请按2。”）
3. 看看自己能够做些什么，让正常程序走下去。
4. 表达多么嫉妒对方有机会到海滩上消磨时光。（许多听上去是真诚的，到了2008年末他们真的失去了工作，手上有大把的时间。）
5. 计划安排共进午餐、喝咖啡、吃晚餐或去酒吧聊聊，只不过后来从未兑现。
6. 向上司报告又一个倒霉鬼完蛋了，然后喝上一杯咖啡，回去工作。下一步……

他们中的许多人是真的关心我，并对我非常友好，然而，这毕竟是生意。

两家主承销商——摩根士丹利和瑞士信贷——表示愿意帮助团队成员找工作，由其内部的“人才介绍小组”负责。看来，他们对任何情况都准备了应对的小组。人才介绍小组的职能是将客户和潜在的人才联系起来，是一套有效的找人和找工作的系统。过去的几年里，我们从这个系统收到了无数的个人简历，我们有两名员工就是这样招聘的。到了这个时候，又有两名成员通过这一渠道找到了新工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融时报》以及几份行业期刊打算报道我们关闭的消息，并邀请我做点评。我拒绝了。这样做有什么好处吗？真正让我吃惊的是居然有人认为这是值得一写的故事。我们只不过是伦敦城里的一家中型对冲基金，由于经营不好不得不将资本返还给投资人。过去6个月里我们让投资者蒙受了一些损失，可是这实在没有什么新闻价值。最后，我记得只有《欧洲对冲基金》（*Eurohedge*）杂志刊出了一条消息。

计算身体上的损失

从1999年离开纽约到2007年秋，这期间我从未去看过医生。像许多30多岁的年轻人一样，我没有发觉身体有任何问题。其实，只要看一眼镜子就可以知道自己正在走下坡路。秋天时，在普克的生日那天，她要我保证去做一次彻底的身体检查，那种检查要让你忍受半天的折磨，他们不放过你全身的每一个地方，并且一定会查出一些有问题的地方来。而为了受这些罪，你还得付出一大笔钱。

在高中和大学时，我幻想自己能够成为运动员，同时参加好几种运动项目。即使到了商学院时期我仍然每年参加波士顿马拉松，第一次参加纯粹是前一晚上心血来潮决定挑战自我的结果。我的确跑在了穿潜水钟的人前面，不过却落在几名端托盘的侍者后面。

在体检前一天，我有些紧张。我在网上检索像我这样年纪的人会有哪些常见病，找到的结果读起来实在让人丧气，我很快放弃了努力。四项检查中的第一项由一位年轻妇女负责，当我脱下衣服时，仿佛看到她脸上的表情写着：“谢天谢地，我干这个至少是可以得到报酬的。”我不想在这里详细叙述令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尴尬的细节，反正全身上下几乎没有什么地方是没有被检查到的。四名大夫轮流上阵，也记不清做了多少项检查。看来我的遗传基因还不错，至少在检查中没有立刻看到特别怜悯的目光。所有的大夫都告诉我，他们发现我显然是长期在高强度的压力之下工作，我的身上还留下了不健康饮食习惯和缺乏锻炼的印记。其中一名大夫认为，如果我继续这样的生活方式，那么我的预期寿命将减少 15 年。“你只有 35 岁，但身体却像是 50 岁。尽管你不吸烟、不酗酒，父母身体都很健康。但如果继续这样下去的话，你总有一天会给自己惹上麻烦。我们看到许多金融界人士的晚年毁于年轻时对身体的透支。不要说我事先没有警告过你。”

所有的大夫都告诉我，他们发现我显然是长期在高强度的压力之下工作，我的身上还留下了不健康饮食习惯和缺乏锻炼的印记。

够了。我已经听明白了。肥仔，回到跑步机上，开练吧。

1998 年商学院毕业后，我开始记录自己的体重，这真是个愚蠢的决定。每年 1 月初，我的电脑上就会跳出一条提示，要求我输入体重、我对自己体重的看法，以及今年我的体重控制目标。我甚至不会向最恶毒的敌人推荐这种做法。从我的记录来看，仿佛每次按的只是重复键。从有记录以来，每年我的体重都会增加 5 磅，而每年的目标都是减去这 5 磅。从离开商学院到霍尔特停业，我一共增加了 25 磅，在一个 5 英尺 11 英寸（180cm）的身高水平上，增加这么多体重是无法掩盖的。

熄灯离场

在最后赎回日之前的三周里，我们已经退掉了办公室，搬到我在诺丁山的公寓的顶层。最后全公司只剩下 3 个人负责解约和一些行政事宜。从这里透过窗户可以看到 Westbourn 园区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购物街，时尚杂志上的人物经常在这条街上闲逛，这里感觉上有一种反创业的氛围。在公寓顶层，到处是电脑屏幕和乱放的纸张，似乎是创业公司的一种凌乱，而不是即将结业的公司。就像当年我们开始创业时一样，新的办公室又遇到了电话问题。我们仿佛转了一圈又回到了起点，不过这回不再是信心满满、准备大干一场的年轻创业者了。

在最后几个月里逐渐结清投资组合账户的过程是痛苦的，每天我都觉得自己向着隧道尽头的光亮一步步接近。我们打算体面地结束，与投资人和业务伙伴保持良好的关系。每天都是饱受折磨的一天。没有收益，只有需要尽力控制的损失。不过有了目标，这一切还是可以忍受的。这些天的晚上，普克和我商量，等一切结束后带上孩子们来一次为期 7 周的公路旅行，从迈阿密到旧金山。然后我们可以和丹麦的亲戚们在海边度过夏天。再然后，谁会知道呢？

2008 年 2 月 1 日，我终于可以开始为新生活计数了。公司里再也没有外部投资人了，也没有需要交易的头寸了。早上起来也不用再到楼上打开电脑、关注市场新闻。虽然下着雨，我还是走了出去，找到一家咖啡馆，看了几个小时的体育新闻。我的脑子里一片空白。既不会想过去 6 年的经历，也不去想将来的事情。一句话，累了。我只想看看体育报道如何介绍我喜爱的球队——女王公园巡游者队（Queen's Park Ranger）——本赛季的表现如何。我想独处。喝下第三杯卡布奇诺之后，我走回到大街上，沿着街道走进一家中医院，在那里做颈部和肩部按摩，15 分钟收费 10 英镑。过去的几个月里，我一直觉得肩部紧张让我头疼不已，我希望按摩可以帮助我放松下来。是时候了，开始治疗吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 24 章
回顾霍尔特资本基金

我们失败的借口

似乎每一支失败的对冲基金都会在事后解释说自己做得有多么好，如果不是运气不好，那就是其他人应当对基金的失败负责。我们也不例外。

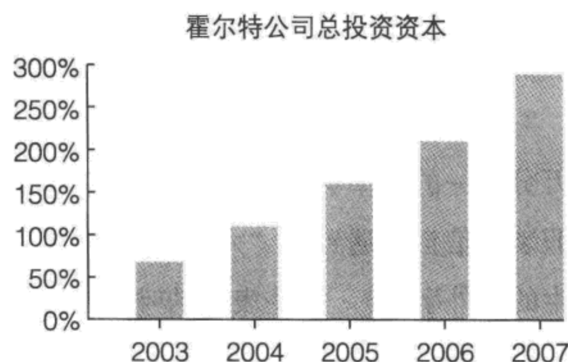
可笑的是，总是有那么多的人不同程度地将自己归入一些俗套里。“你能相信会有这样的事吗?”“XYZ 竟然发生了，这可是百万分之一的概率啊。”同样类型的自我欺骗还包括许多人宁肯假装相信自己遇到了“六西格玛事件”(有百万分之一可能发生的意外事件)。这些表述的唯一用处是可以抵挡别人提出的后续问题。谁会愚蠢到承认自己不知道什么叫“六西格玛”呢?哪怕正是坐在你面前讲出这个词的人刚刚让你损失了大笔财产。西格玛（δ，标准差）是一种计算小概率事件(或数字）与平均概率事件相对频率的指标。一个六西格玛事件是指发生机会极小的事件，你只是从朋友的朋友的朋友处才听说过，100 年里都不会发生一次。可是，几乎所有损失惨重的对冲基金都会声称自己遇到了六西格玛事件。

在霍尔特资本，我们面对的是另一种问题。当到我们最终决定将财务杠杆加大，以使得收益水平足以吸引更多投资人后，我们遭遇到了成立以来的第一次挫折。在霍尔特基金存续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间，几乎在90%的时间里我们的风险水平都是不足的。我没有听到任何其他批评，包括我们的工作质量、商业伦理、言行一致、技能水平或人选的适当性。但是，过去的投资人一次又一次地告诉我们，他们希望我们将风险水平提高一些。有些投资人认为，在提高财务杠杆之前，我们已经可以列入整个基金行业中风险水平最低的5%，我们的问题在于我们的投资令人难以激动。

在运营的第一年里，我们的总投资资本平均为70%～80%，我们将这一比例逐步稳定地提高到第5年和最后一年的325%。到了Aker Yard公司利润预警发布时，我们的投资比例接近350%，这也是霍尔特有史以来的最高水平。



当一个投资组合的总投资比例达到350%时（也就是对于每100美元基金，投资后的多头和空头加起来等于350美元），似乎说明它的财务杠杆水平很高。可是，对于像霍尔特这样保守的对冲投资战略，实际上恰恰只有达到这样的总投资比例才能实现期望的风险控制。尽管我一向对摆弄标准差数据的做法表示怀疑，因为它们可能会隐藏许多风险，并且在计算时经常不考虑“极小概率”的事件，不过我们还是对霍尔特基金制定了一个风险标准，我们认为投资人可接受的标准差应当在10%～12%之间。但在实际中，我们建立的投资组合的标准差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有 4%，而且从内部的角度看，我们没有发现任何隐藏的、未呈现在数据中的风险。

为了解决长期以来投资不充分的问题，我们试图通过对历史数据进行复盘来找出适当的财务杠杆水平，看看是否存在一个更令人满意的（更高的）风险水平。我们建立了一张“what-if”数据分析表，从表中可以看出不同的总投资比例下净投资收益的变化。我们对这张表进行反复调整，以测试我们的投资人可能喜欢的风险水平。每次分析的结论都是一样的：（他们想要）更高的风险。当然，更高的风险意味着更高的收益，他们很乐意让我们提高风险水平。毕竟，在过去的 5 年里，我们从来没有亏损过。

我们为投资人实现的年度净收益大约为 7%，不算很高，但我们还是很高兴向投资人解释为什么这是一个挺不错的结果。因为这样的收益水平是建立在市场高度不相关和极低的风险水平上的，何况当时市场利率也很低。当然，投资人的回答是厌烦的表情，因为这一套说辞他们已经听得太多了，他们甚至表现出“赚钱才是道理，别来虚的”这样的神情。正是这种激励让我们走向了失败的不归之路。

在总投资比例为 325% ~ 350% 的风险水平下，投资者的年度净收益将达到 18%，而标准差只有大约 2%，这将是一个出色的业绩。我们公司内部相信，我们应当提高财务杠杆，晚做总比不做强。2006 年是一个好年份，我们的净收益达到 15%，如果我们将风险水平提高，收益水平还将进一步上升，至少我们找不出反驳的理由。我不停地向客户解释，那些回报很高的大型基金其实都在市场上持有巨大的风险敞口（exposure），尽管投资资产中的非流动性部分可以让他们在市场暴跌时免受市价下降的影响，从而掩盖其风险敞口。我认为，霍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔特基金的风险敞口是十分有限的，而市场间高度不相关则只会令我们经过风险调整的收益水平变得更高。但是投资人也有拿来堵我嘴的话："这些话都不错，拉尔斯，可是你的说明不能让我银行户头里的钱增加，只有收益才能让它增加。"

到了 2007 年，我们觉得也许是时候了。我们一味地觉得低风险投资阻碍了我们成长为巨型基金。然而，在短期内提高投资组合的风险水平并不是一件容易的事。我们必须向所有的投资人做出充分解释并且征得他们同意，否则他们就会认为自己受到误导：本以为买的是一支低波动率的基金，结果却发现它的波动率很高。就这样，2007 年春末的时候，我们终于将基金的财务杠杆调整到与高收益预期相一致的水平上。

无论如何，正如我在前边所讲的，每个人都需要一个借口。你已经看到我们的借口了。

结论

对于一位写作自己在对冲基金产业中经历的作者，2008 年秋至 2009 年春的金融危机实在是一个奇妙的时刻。就在写作的同时，我不断听到认识的朋友传来的坏消息，他们的事业随着股市暴跌一下子崩溃了。尽管我肯定不会嫉妒他们的经历，不过有时也会想，霍尔特资本失去了在这样一个几十年来最富挑战性的市场上检验自己综合投资能力的机会。事实上，我要讲的只是在一个许多人认为注定要崩溃的产业中一家普通公司的故事。在一个集体性无底下跌的市场上，那些看上去可靠的暴跌市场投资保护技术未能发挥作用。期间发生了许多极为有趣的故事，相对而言，伦敦城里一家中型对冲基金兴衰的亲历记录，自以为是下一个金融天才的年轻人的经营故事，会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会太平淡了。

对霍尔特资本基金的回顾可以得出以下 4 条结论。

1. **这是值得投入的工作**。我们在霍尔特从事的工作确实是有趣的，并且我们相信在此期间所做的分析能够为我们的投资带来优势。我们的投资分析不受任何制度性的约束，可以自由地探索任何我们认为有价值的和能够带来最大利润的投资。这种不受任何约束的投资决策正是对冲基金经理们热爱自己工作的最主要的原因之一。

这种不受任何约束的投资决策正是对冲基金经理们热爱自己工作的最主要的原因之一。

回顾我经营霍尔特基金的日子，我感到特别幸运，因为这段时间正是整个对冲基金产业经历巨大变革的时期。对冲基金的可能性不断被突破，每年都会出现新的界定。许多对冲基金像我们一样经历了困难和挫折，我现在知道自己当年有多幸运，能够和最诚实、最聪明的伙伴及投资人共同创业，他们身上蕴藏着远远超出我的巨大才能。

在经营霍尔特的日子里，我最大的骄傲和快乐就是成为了真正的企业家。经过 5 年的努力，在没有任何机构做靠山的情况下，我们从一无所有建立起投资额达到 10 亿美元的企业。在一个激烈竞争的产业中，我们是成功的企业家，这种快乐的感觉是无法言传的。借助技术、勤奋和一些好运气，我们缔造出一家十分赚钱的公司。在金融行业中，许多人赚的钱或管理的资产比我们多得多，但我还是对自己所取得的成就感到十分满意。

2. **我们犯了许多错误**。回顾起来，必须承认，对于许多霍尔特时期的做法，我今天已经有了不同的感受。我希望我们可以承担更高的风险，我们保守的财务杠杆妨碍了我们的客户从我们高质量的投资分析上得到本来可以获得的高收益。我还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望自己当时能够采取更长远的视角，而不是斤斤计较于基金在未来几天或几周的表现。我希望自己能够意识到，没有工作/家庭间健康的平衡，我不可能长期坚持。我那时将工作当成了短跑，没有认识到它其实是马拉松，绝大多数投资公司对此已经有了正确的认识。我还应当时不时地从桌子上抬起头，看看我们已经走到了哪里，而不要总是忧心忡忡，担心下一个问题。对于员工、商业伙伴和投资人，我希望自己能够表现得更友善，不论是在财务上还是在语言上。这个列表很长……

3. **对冲基金没有什么本质错误**。这个产业吸引了金融界一些最优秀的人才，给他们充分的授权以获得收益，这些投资极大地丰富了任何投资资产组合中的风险/收益形式。如果他们做得好，他们将得到充分的奖励。如果做得不好，就会被解雇。

当对冲基金还只是一个很小的产业部门，致力于发现市场无效率的情形以获利时，上面这些假设是有效的。可是，随着对冲基金的数目出现爆炸性的增长，今天市场上差不多已经有10000 支对冲基金。太多平庸的投资经理进入了这个行业，他们获得的收入已经使得对冲基金投资对于像斯卓夫人这样的终端投资者失去了意义。不错，还会有一些世界级的天才在真正为客户创造价值，不过投资经理和他们所管理的资产的巨额增长，意味着整个产业为投资者增加的价值是很可疑的。对冲基金产业创造的价值能够超过它向投资者所收取的费用吗？

即使你拥有最优秀的分析师，信息和其他资源应有尽有，但仍然很难在扣除费用后实现长期优于市场的表现。在霍尔特资本经营的后期，我越来越强烈地感受到这一观点的合理性，并因此而多少有些沮丧。在我看来，为了成为一名能够在长期中保持成功的投资经理，你必须真正是以投资为乐，而不是心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里想着收入，还必须对自己能够击败市场抱有强烈的信念。否则，当你开始在更广泛的范围置疑这项工作对社会的意义时，它将摧毁你的精神和意志。在霍尔特后期，我可能正好无意识地陷入了这样的状态中。

经过 2008 年和 2009 年大型银行不得不接受政府担保的事件，社会上形成了一种共识：金融业从业人员的收入高得离谱。在许多案例中我同意这一看法，但并不认同这是一种普遍的现象。一些金融家管理和控制着巨额资产。如果你承认在这样的工作中毕竟还是需要特殊技能的（如果你投资于这样的金融家，就意味着你是同意这一看法的），考虑到他们所管理的资产的巨大规模，那么被赋予这项责任的经理有理由获得相应的收入。相反，平庸的金融家未能创造额外的价值，显然没有理由得到高额的报酬。

4. **钱很重要，但只在一定程度上如此。**当我还在商学院上学时，人们似乎总是在教育像我这样的学生，要追随自己的梦想，从事自己真正感兴趣的工作，不要考虑最近的时尚或那项工作未来的收入前景。我还记得自己对这些告诫很不以为然，因为它们忽视了绝大多数人生活的实际。许多人背着债，还要抚养家庭或偿付按揭贷款。这些债务意味着，在考虑工作时，支票（收入）才是最重要的，那些崇高的梦想只能排在第二位。

近来，我发现自己也在向商学院的学生灌输同样的理念。当我讲道最重要是的选择自己最热爱、最有激情的工作时，我发现他们流露出了不可思议的表情，仿佛在说：“你现在说这种话当然很轻松。”他说得对，对我来说是很容易，特别是现在。

我是如此幸运。我拥有一个可爱的家庭和很棒的朋友圈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子。我已经赚到了足够多的钱，再也不用为钱发愁了。我今年38岁，身体相当不错。我很快乐，我现在可以有足够的时间陪太太和两个女儿。在霍尔特基金停业后，我加入了好几家公司的董事会，包括一家对冲基金的。我的确热爱这份工作。不过，我现在的工作并不是全职的，我还期待着更多的工作责任。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 25 章 对冲基金算是安全的投资对象吗？

对另类投资的另类选择

对冲基金和相关机构（如母基金）的收费已经变得太高，不可能长期持续。

遇到斯卓夫人后，我做了一番计算，确信对冲基金和相关机构（如母基金）的收费已经变得太高，不可能长期持续。费用重重叠加，有那么多张嘴等着，斯卓夫人最后一定会觉得疑惑，所有这些看上去很不错的投资的收益最后到底去了哪儿？除了高昂的收费，许多投资于基金的投资人不能避免市场波动的影响，而能够做到这一点的对冲基金经理们实际上还要对额外创造的价值收取更大比例的奖金。

今天，世界上已经有了太多的对冲基金，管理着以万亿计的财富，这并不意味着某些基金不能获得真正的优势，创造真正的价值。不过从总体上看，很难说整个行业创造出了足够的价值，能够证明如此高的收费是合理的。因此，除非投资人拥有超人的能力，能够从头顶光环的对冲基金经理令人眼花缭乱的演示和投资业绩中冷静地判断出究竟哪些人才是真正的专家，并且他们对产品优势的解释是可信的，否则最好还是远离对冲基金。

这当然不是说我们应当把钱存到银行或缝在床垫里。如果你知道有一位基金经理有本事正确地判断市场的方向，并且能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够在扣除费用后仍然不断地击败市场，你就应当竭尽全力来利用这一优势。向他投资，还可以借债投资（如果能够借到的）以充分利用这一竞争优势。如果你的判断是正确的，你肯定可以发大财。那些没有这种识人智慧或找不到天才投资经理的投资者则只好满足于卑微一些的另类选择。

> 如果你准备承认自己既不了解市场，也不认识任何你确信能够在市场上拥有优势的人，那么你已经做得很好了。承认现实会给你带来好处，这意味着你不需要向任何人支付高昂的资产管理费用，仅此一点即足以在长期中为你带来足够的福利。

承认自己在市场上不占有特别优势并不意味着不应当投资于市场。尽管有2008年金融危机这样的例外，但从长期来看，市场还是向上走的。不在市场上投资意味着你的钱只能躺在了利息少得可怜的银行存款账户里，广大的股票市场毕竟还是提供了有利可图的投资机会。股票投资的关键是了解自己对风险的态度和投资的时间指标。例如，你手上一共只有105美元，而明年心脏病手术要用100美元。在这种情况下，你不应当投资于股票这样高风险的资产。但是，如果你的钱在10年或更长的时间内都没有急用，那么你对风险的态度可能就完全不同了。应当采取更激进的投资战略，而不是满足于跟上通货膨胀。

投资什么？

与股票市场期货一样，指数产品，如先锋指数跟踪基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（tracker fund）或其他许多 ETFs 基金（交易型开放式指数基金）等为我们提供了投资于指数所代表的个股构成的最便宜的投资工具。如果我们购买 20 种试图击败标准普尔 500 指数的共同基金，平均而言，它们的收益差不多正好等于指数的收益减去相关的费用。这些基金的费用各不相同，一般来说，在包含了交易和相关费用之后，每年的费用大约为 1.5% ~2%，指数跟踪基金每年的费用则只有大约 0.2%。时间一长，这两者间的差别可就大了。如果我们投资 10 万美元，连续 10 年实现毛收益率 10%，则两者间的净收益差距将是 34000 美元。如果是个人投资，这些钱足够买一辆新车，如果是大学捐赠基金，这笔钱够增设好几个新系。对于大型养老基金，这笔钱的数额可能高达数十亿美元。因为你不相信有人能够战胜市场，所以你不用向他们支付这笔钱。

更复杂也更有趣的问题是：为什么要将投资局限在标准普尔 500 股票指数上，或者局限在本地市场？对于许多投资者来说，在本地市场投资让他们觉得自己可以跟踪市场行情，他们喜欢这种“一切尽在掌控之下”的舒适感。然而为什么只投资一个市场？假定我们将投资分为 3 份，一份投资于标准普尔 500 股票指数，一份投资于道琼斯欧元区蓝筹 50 股票指数（Eurostoxx 50），另一份投资于日本日经指数，并且全部用当地货币进行投资。经过这样的操作，我们的投资收益将受益于多元化的增加。理解这一优势的关键是不同市场间的相关性（correlation）。请记住这个词：相关性。这是金融领域中最重要的同时也是使用过度的一个词汇。

> 请记住这个词：相关性。这是金融领域中最重要的同时也是使用过度的一个词汇。

相关性的意义在于它描述了市场之间是如何相互联系的。如果两个市场间相关性系数为零，那么它们的表现就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全独立的，而相关性系数为1的两个市场则是完全同步波动的。在理想的世界中，我们可以投资于一系列相关性系数为零，即完全不相关的市场。这样，即使其中某个市场连续数年出现负增长，来自各个市场投资的总和年收益实际上仍然可以保证我们每年的总体收益为正。而在现实世界中，情况却不是这样。

有些市场之间的相关性高于其他市场。通常，相邻国家间的相关性较高，例如，荷兰和比利时之间的相关性较高，而荷兰或比利时与新西兰之间的相关性则较低。不过也有反例，挪威和科威特相距很远，但两国的市场同样受到石油因素的支配，因此是高度相关的。公司债，特别是新兴市场债，在全球都是相关的，因为这些市场中的投资者都受大型的、内部关联的金融机构支配，2008年的经验已经痛苦地向我们证明了这一点。最后，全世界都依赖美国市场，同样，又是2008年的痛苦经验帮助我们确认了这一看法。准确评估过去的相关性已经变成了一项非常困难的任务，因此，如果我们的目标是评估未来而不是过去的相关性，可以想象我们将遇到多么大的困难。现在，我们必须判断如何配置市场投资组合才能实现最大限度的多元化。过去的相关性数据对于预测未来相关性提供了很好的指引，但单纯依赖这些数据来制定准确的预测则是不明智的，相关性和这个世界一样，总是在不停地变化。

建立多元化的投资组合

我们理想的全球投资组合应当拥有完美的多元化、充分的流动性，可以低成本地建立头寸，同时让我们对所承担风险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围有合理的估计。像不动产和私人权益①这样的投资资产也许是有吸引力的，但它们的流动性不足，并且交易费用往往很高。相反，我们应当关注全球范围内高流动性的债券（公司债或政府债）和权益市场，我们能够合理地预期这些市场将会带来正的收益（绝大多数市场正是这样的），我们还应当能够合理地估计投资可交易价值的变动与其他市场的关系（相关性），还要对每项投资本身的风险（波动性）有合理的预估。用金融理论的话说，我们要做的是在“有效市场边界”（efficient market frontier）上建立一个真实的、可行的投资。从技术上讲，这样做同传统金融理论在两方面存在差别：首先，我们在投资时不需要考虑市场的规模（否则就会局限于资本市场占 GDP 比例很高的市场中，即主要是美国和欧洲）。其次，我们不需要迷信全球市场期望回报严格遵守资本资产定价模型（CAPM）的方法论。这意味着小规模市场的风险升水并不会明显超过 0。

高度多元化资产组合的一个问题是多元化可能带来虚假的安全感。可是，到了真正崩盘的时候，所有的市场都会同步波动，我们那些美妙的图形分析只好扔到窗户外面，也包括所有的相关性分析，特别是关于新兴市场的分析，想象一下将大便扔到风扇上的情景吧。在 2008 年金融危机期间，没有一个市场可以躲过风暴，就像 2001 年“9·11”事件一样，全部在同一时刻受到了攻击。在这种情形下，很难想象世界上任何一个有代表性的股票指数能够不受到重创。此时，我们精美的图表分析对我们的判断反而可能是有害的。多元化让我们承担了更

① 私人权益（private equity，PE），也称私募股权交易，指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的风险，而不是像模型告诉我们的那样能够降低风险。在危机爆发后，我们期望多元能够给我们带来保护，可是突然却发现所有的市场都在同时暴跌。用技术性语言来讲，相关性出现了显著的上升，同样上升的还有各个市场上的预期风险（标准差），整个投资组合的风险也相应提高。

要想让多元化投资组合的设想建立在真正可靠的基础上，我们就要保护投资免受灾难因素的影响。我们可以购买保险，当股票市场出现重大价格下跌时我们将得到保障，这种金融工具在市场上被称为 OTM 式看跌期权①②。行情越坏，市场间的相关性上升得越显著，正是在这样的市场情形下，OTM 看跌期权能够提供我们所需要的保护。通过保护，我们可以在相关性最高的时期消除其影响，从而在整体上降低净相关性，提高预期的收益。当然，购买期权的花费会损害我们的收益，保护总是有代价的。但是，投资于“有效市场边界”（意即在给定风险下收益最高的投资）的收益很可能足以补偿购买期权的成本。这样的投资将有助于我们在类似 2008 年金融危机或未来类似的灾难中得到保护。我们还可以通过卖出 OTM 看涨期权（out-of-the-market call option）来部分补助购买看跌期权的成本③。同样，尽管不像下跌市场那样确定，我们知道上涨的市场间的相关性也会上升，只有介于两者之间的正常市场才表现出较低的预期相关性。

---

① OTM 式看跌期权（out-of-the-money put option），指行权价格低于标的资产当时价格的看跌期权，相应地，行权价格高于标的资产当时价格的称为 ITM 看跌期权（in-the-money put option），而两者价格相等的则称 ATM 看跌期权（at-the-money put option）——译注。

② 看跌期权（put option）是一种合约形式的金融衍生工具，购买者有权（但并不负有义务）在约定的行权价格下出售规定数量的标的资产，时间不晚于期权到期日——译注。

③ 看涨期权（call option）是一种合约形式的金融衍生工具，购买者有权（但并不负有义务）在约定的行权价格下购买规定数量的标的资产，行权时间不晚于期权到期日，看涨期权同样可以根据行权价格与标的资产市场价格的关系分为 OTM、ITM 和 ATM 三种——译注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一种特殊的情况需要考虑，在暴跌的市场中，为市场下跌提供保险的价格可能会昂贵得让人无法接受（2008 年，市场交易价格的标准差达到了 80%）。不过，在这种情况下，高度的波动性实际上表明全球市场的表现将是一样的，也就是说，此时不同市场间的相关性将达到峰值。由于相关性已经不可能再提高（不可能高于完美相关），这意味着你所要买的是针对一个共同的全球大市场的下跌保险。我承认在这种情况下，我们的投资战略可能价值不高，因为它就像只投资于单一市场一样有效（但绝不会更差）。除了这种情形之外，我们的 OTM 期权保护将总是能够起到双重作用，保护我们的投资资产不会受暴跌的损害，同时可以保护我们免受全球市场间相关性上升的损害（我们真正想要的是保护相关性上升的期权，但市场上还没有这种期权产品）。

如果我们只购买指数中的股票或债券品种，我们就不必向那些声称可以打败市场的聪明人支付大笔的费用（因为我们相信，扣除费用后这一目标在长期内是不现实的）。这样，我们就可以低成本地建立投资组合。在我们的投资组合中包括一系列的指数期货、ETFs（交易型开放式指数基金）、种类繁多的公司债券和政府债券，再加上一些市场保护工具。经过 5 ~ 10 年投资，单是投资组合建仓的低成本即足以让我们的投资收益高于积极的投资经理，我们的投资避免了向他们支付的费用和投资于狭窄市场的风险，同时还享有广泛多元化和市场下行保护。

以下是对上述思考的一些总结：

- 如果你认同不可能持续保持对市场趋势的正确预测，你就应当放弃这样的努力，同时也放弃向他人支付大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔费用，让他们代表你进行类似努力。如果你接受积极投资管理的理论，那就意味着你同时也接受了与之相关的费用和支出。

- 通过多元化来规避由于依赖单一市场、地区或资产类别所带来的风险，同时通过购买 OTM 看跌期权以防范极端的灾难（像 2008 年金融危机或未来可能出现的更加严重的情形），这样做是可行的。这些期权还可以帮助你减少投资资产的平均相关水平，从而提高你的投资收益。
- 你需要准备较长的投资期限。在任何年份里，这样的投资组合都可以实现高于证券组合中包含的所有市场的平均收益。当然，如果你所在的本地市场当年的收益明显高于其他市场，该投资组合的收益可能会不如本地市场。但是，从长期来看，我们的投资组合应该能够击败单一市场。这是因为，我们在投资于多个市场的同时保持着低相关性和风险分散的优势，其收益必将令本地市场短期的优异表现相形见绌。
- 你还需要考虑你愿意承担的风险水平，调整投资组合中的财务杠杆。
- 尽管投资组合不是静态的，但还是要避免交易，这样就可以将成本和费用控制在最低。此外，通过 ETFs 或期货来购买（模拟）整个市场是很便宜的。

据我所知，几乎没有任何一家资产管理公司采取了我在这里所描述的投资方法。我曾经问过哈佛大学时教过我的一位教授，他说不知道为什么人们对这种投资方法评价不高。越来越多的钱投入像先锋指数基金这样的金融工具，但再向前进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步，在投资组合中安排更广泛的品种不知道为什么却没有多少人愿意做，或不愿意花力气来做。这很可能是因为，如果你能够说服他人将管理资产的责任交给你，那么高收费自然就是最理性的做法，你当然也不会愿意让你的客户投资于指数基金产品并且只缴纳每年 0.2% 甚至更低的费用。积极管理（频繁变更头寸）投资或劝说人们投资于神奇的对冲基金或私人权益产品（PE）可以为投资经理人带来更多的利益。我所介绍的方法看上去远没有那样令人激动，它不会声称自己能够击败市场表现，在金融分析方面也没有特别出彩的地方。也许将这种投资方法称为金融界的瑞安航空或沃尔玛①是一个恰当的类比。

我将自己对金融体系中高收费弊端的思考同任何一位愿意倾听（很多人连听也不要听）的人士进行了交流。在此期间，经常有人问我，普通人应当如何投资。我前面介绍的投资方法看上去很像是金融巨头的风格，实际上在现实中它是完全可行的，就像是一种现实版和改进型的资本资产定价模型（CAPM），同时增加了保护的功能。你可以购入一批低成本股票指数基金、公司债券和政府债券，将它们组合起来，然后再用 OTM 看跌期权加以保护。这一投资项目在计算上可能稍微有些复杂，因为其中包含了许多投资品种。不过也不要迷信复杂的计算，如果前提假设出错，则无论多么严谨的推导都没有用。我母亲经常问我如何投资她的储蓄和养老金，在我看来，我刚刚介绍的是最好的投资方法。它的成本很低、高度多元化，但又提供了对大规模市场下跌的保护。从长期来看，这样的投资很可能会胜过其他选择。我认为，这一投资模式完全值得进一步探索。

① 廉价航空公司和廉价超市，意为廉价而有效的投资——译注。